

Underlag till utvärdering av statsskuldshöjningen *2010*



Innehåll

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | Mål för statsskuldsförvaltningen | 1 |
| 2 | Statsskuldens kostnad och risk | 2 |
| 2.1 | Räntebetalningar på statsskulden | 2 |
| 2.2 | Genomsnittlig emissionsränta | 2 |
| 2.3 | Risk i genomsnittlig emissionsränta | 3 |
| 3 | Strategiska beslut | 5 |
| 3.1 | Löptiden i de enskilda skuldslagen | 5 |
| 3.2 | Valutaskuldens fördelning | 5 |
| 3.3 | Andelsstyrning | 6 |
| 3.4 | Aktiv förvaltning | 6 |
| 4 | Upplåning | 8 |
| 4.1 | Nominell upplåning i kronor | 8 |
| 4.2 | Realupplåning | 11 |
| 4.3 | Valutaupplåning | 13 |
| 4.4 | Likviditetsförvaltning | 14 |
| 5 | Aktiv förvaltning i utländsk valuta | 17 |
| 5.1 | Resultat för den aktiva förvaltningen under 2010 | 17 |
| 5.2 | Resultat och utvärdering 2006–2010 | 18 |
| 6 | Privatmarknadsupplåning | 19 |
| 7 | Marknads- och skuldvard | 20 |
| 7.1 | Vår strategi | 20 |
| 7.2 | Marknadsåtagande | 20 |
| 7.3 | Investerarnas uppfattning om Riksgälden | 21 |
| 8 | Måluppfyllelse & resultat | 23 |

1 Mål för statsskuldsvärdningen

Riksgälden ansvarar för att förvalta den utestående statsskulden och ta upp nya lån till staten. Upplåningen görs huvudsakligen genom att Riksgälden ger ut statsobligationer och statsskuldväxlar. De köps i första hand av fonder, försäkringsbolag och finansiella institutioner. En mindre del av statsskulden finansieras genom sparprodukter som är riktade till privatpersoner och andra mindre placerare. Riksgälden deltar på både den svenska och utländska räntemarknaden.

Det övergripande målet för statsskuldsvärdningen är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden utan att ta för stora risker. Därutöver ska värdningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Riksgälden ska även bidra till att förbättra statspappersmarknadens funktion. Ju bättre marknaden fungerar, desto mer är investerarna beredda att betala för de värdepapper vi säljer och desto lägre blir statens lånekostnader. Marknads- och skuldvärd är därför en del i Riksgäldens uppdrag. Riksgälden bedriver också en aktiv värdning i utländsk valuta i syfte att minska kostnaderna för statsskulden.

Statsskuldsvärdningen sker i enlighet med de riktlinjer som regeringen årligen lägger fast efter förslag från Riksgälden. Riktlinjerna anger riktvärden för statsskuldens sammansättning och löptid.

Den största delen av statsskulden består av nominella lån i kronor. I övrigt består statsskulden av real kronskuld och valutaskuld. Att fördela statsskulden på flera skuldslag är ett sätt att minska risken i statsskulden.

Löptiden i statsskulden anges i termer av genomsnittlig räntebindningstid. Riktvärdet för skuldens löptid fungerar som en restriktion i upplåningen. Eftersom avkastningskurvan i allmänhet har en positiv lutning är det dyrare att låna i långa löptider. Samtidigt är kort upplåning förenad med större risk, eftersom en stor del av skulden varje år måste lånas upp på nytt och till på förhand okända villkor. De tillgångsvärdare som lånar ut till staten efterfrågar i huvudsak placeringar med lång löptid. Det är därför inte rimligt att låna alltför mycket på korta löptider. Genom att ha en spridd löptidsstruktur minskar risken att räntekostnaden ökar snabbt till följd av stigande marknadsräntor. Det riktvärde som regeringen anger för den genomsnittliga räntebindningstiden baseras därför på en avvägning mellan kostnad och risk.

Inom ramen för regeringens riktlinjer fattar Riksgälden olika strategiska beslut rörande värdning och upplåning. Det

gäller till exempel hur skuldens sammanvägda räntebindningstid ska uppnås, hur stora intervall som bör finnas kring de uppsatta riktmärkena samt vilka valutor som ska ingå i valutaskulden och deras inbördes fördelning. Riksgäldens styrelse har även möjlighet att fatta beslut om ränte- och valutapositioner i utländsk valuta.

Riktlinjer 2010

I riktlinjerna står att statsskuldens sammansättning ska styras i riktning mot:

- 15 procent valutaskuld (± 2 procentenheter)
- 25 procent real kronskuld (långsiktigt)
- 60 procent nominell kronskuld (residual)

Löptiden för de olika skuldslagen ska styras mot:

- Valutaskuld: 0,125 år
- Real kronskuld: 9,4 år
- Nominell kronskuld:
 - Löptider upp till 12 år: 3,2 år
 - Löptider över 12 år: max volym 60 mdkr

Riksgälden får ta aktiva positioner med derivatinstrument. Gränsen för positionstagandet ska vara 600 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Riskbegränsningen omfattar alla positioner utom de som rör kronans växelkurs mot andra valutor. Riksgälden får ta positioner i svenska kronor gentemot andra valutor på maximalt 50 miljarder kronor. Riskmandatet omfattar såväl strategisk som operativ nivå.

I riktlinjerna står också att vi genom privatmarknadsupplåning ska bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden. Målet är att nå största möjliga besparing i förhållande till upplåning via statsobligationer eller statsskuldväxlar.

Uppdrag 2010

Regeringen ger i riktlinjerna Riksgälden i uppdrag att:

- Utreda hur mandatet för positionstagande bör se ut. Uppdraget ges för att särskilt genomlysas hur styrningen av positionstagandet bör utformas.
- Arbeta vidare med förbättringar av jämförelsen mellan upplåning på privatmarknaden och statspappersmarknaden.
- Med utgångspunkt från en betydligt högre respektive lägre statsskuld analysera hur stora andelarna av de olika skuldslagen bör vara samt analysera hur löptiden bör hanteras i dessa fall.

2 Statsskuldens kostnad och risk

2.1 Räntebetalningar på statsskulden

Räntebetalningar på statsskulden 2010

Räntebetalningarna på statsskulden uppgick till 23,3 miljarder kronor 2010. Det är 0,3 miljarder kronor mer än anslaget som var 23,0 miljarder kronor¹. Trots att skillnaden mellan det faktiska utfallet och anslaget var litet, så blev de löpande räntebetalningarna avsevärt lägre än beräknat vilket motverkades av högre valutakursdifferenser och kursförluster vid återköp av lån.

Kursförlusten härrör från byten i samband med att vi introducerade en ny realobligation. I bytesauktionerna köpte vi tillbaka lån med hög upplupen inflationskompensation. Det innebär att vi nettoamorterade på realskulden vilket redovisas som en kursförlust i räntebetalningarna på statsskulden.

Räntebetalningarna i svenska kronor blev 5,2 miljarder kronor lägre än beräknat, vilket framförallt beror på att statsskulden blev mindre än vi räknat med. Räntebetalningarna i utländsk valuta blev 2,9 miljarder kronor lägre än beräknat, vilket förklaras av lägre marknadsräntor och en mindre statsskuld.

Över/underkurser vid emission blev 3,2 miljarder kronor lägre än beräknat. Över/underkurser vid emission beror av relationen mellan kupongräntan för varje obligation och obligationens marknadsränta vid emissionstillfället. Är marknadsräntan lägre än kupongräntan redovisas det som en överkurs för staten. Över hela lånets löptid jämnar det dock ut sig då den löpande räntebetalningen är högre än marknadsräntan. Är marknadsräntan högre än kupongräntan blir det istället en underkurs. När Riksgälden köper tillbaka obligationer fungerar det på samma sätt fast det kallas då kursförluster/vinster. Skillnader mellan det faktiska utfallet och anslagsberäkningen beror dels på att Riksgälden ändrat låneplanen, dels på att de faktiska marknadsräntorna blev annorlunda än de som antogs vid beräkningstillfället.

Hur stora valutavinster/förluster blir beror på när lånen förfaller och hur valutakurserna då är jämfört med när lånen togs upp. Riksgälden har även en omfattande derivatportfölj som bland annat används för att uppnå den valutaexponering vi vill ha för varje valuta. Framför allt används då

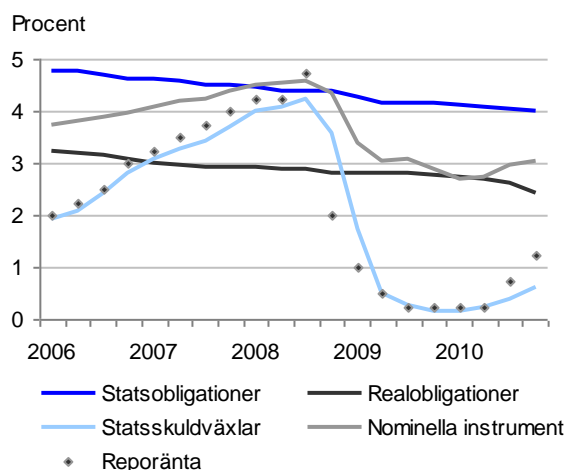
valutaterminer och kron/valutaswappar. De påverkar valutavinster och förluster enligt samma principer som vanliga lån, men genomslaget blir snabbare då derivaten generellt sett har kortare löptid än lån. Skillnader mellan det faktiska utfallet och anslagsberäkningen beror på hur de faktiska valutakurserna blir jämfört med antagandena i beräkningen.

Jämfört med 2009 minskade räntebetalningarna med 8,1 miljarder kronor. Det beror i huvudsak på att räntor på lån i utländsk valuta blev 5,6 miljarder lägre och räntor på lån i svenska kronor blev 2,2 miljarder kronor lägre. De lägre räntebetalningarna i utländsk valuta beror på lägre marknadsräntor och att ett större lån i euro med kupong på fem procent förföll 2009. I svenska kronor beror skillnaden på lägre räntebetalningar för realobligationer och statskuldväxlar.

2.2 Genomsnittlig emissionsränta

Statsskuldens kostnad är ett mått på periodiserade räntebetalningar. Kostnaden mäts här i termer av emissionsräntor för våra viktigaste skuldinstrument.

Figur 1. GENOMSNITTLIGA EMISSIONSRÄNTOR



Emissionsränta kallas normalt för "yield to maturity" det vill säga den ränta som används för att beräkna priset på en obligation. Kuponger och över/underkurser periodiseras därmed jämt över löptiden. Emissionsränta är därför ett ändamålsenligt mått på statsskuldens kostnad, speciellt när vi följer principen att hålla instrument till förfall. För vissa

¹ Beräkningen baseras på Regeringens antaganden för statsskuldens utveckling, räntor och valutakurser.

instrument är måttet inte lika självklart. Här begränsar vi oss till obligationer, växlar och swappar i svenska kronor.

Nominella och reala obligationer i svenska kronor

Den nominella skulden i svenska kronor omfattas i huvudsak av statsobligationer, statsskuldväxlar och ränteswappar vilka redovisas som nominella skuldinstrument i figur 1. Nominella skuldinstrumentens totala emissionsränta ges av enskilda emissionsräntor vägda med nominella belopp. Ränteswappar bidrar till att förkorta löptiden i förväntan att minska statsskuldens kostnad till priset av ökad ränteomsättningsrisk. Under sista kvartalet av 2008, finanskrisen epicentrum, såg vi exempel på den ökade risken. Emissionsräntan överskred för första gången under perioden kostnaden för nominella obligationer, till följd av höga STIBOR – räntor.

Den genomsnittliga emissionsräntan för utestående nominella obligationer har successivt sjunkit sedan 2006. I slutet av 2010 var räntan cirka 4 procent, marginellt lägre än föregående år. Under året har vi sålt obligationer för motsvarande 58 miljarder kronor till en snittränta på 2,63 procent. Det är drygt 50 räntepunkter lägre än 2009, då vi gav ut statsobligationer för 110 miljarder kronor inklusive det 30-åriga lånet.

Den genomsnittliga emissionsräntan för realobligationsstocken utgår från den reala emissionsräntan och inte den nominella. Skillnaden mellan nominella och reala emissionsräntor är den så kallade break even-inflationen som ligger kring 1,5 procentenheter. Skillnaden speglar marknadens inflationsförväntningar men påverkas också av att likviditeten i realobligationer är sämre än i nominella statsobligationer.

Vid utgången av 2010 var den genomsnittliga reala räntan 2,4 procent, 30 punkter lägre än året innan. Vi sålde och genomförde byten i realobligationer under 2010 till en snittränta som motsvarar 0,42 procentenheter. Detta var en procentenhet lägre än för 2009.

Statsskuldväxlar

Emissionsräntan för växelstocken omvärderas till nya marknadsräntor löpande under året. Det beror naturligtvis på att växlarna förfaller och ersätts med nya inom loppet av normalt tre månader upp till ett halvår. Emissionsräntan för växelstocken utvecklas i linje med riksbankens reporänta vilket vi ser exempel på i figur 1. Den genomsnittliga emissionsräntan för utestående växlar var 1,0 procent vid utgången av 2010, vilket kan jämföras med 0,13 procent föregående år. Under året emitterade vi 307 miljarder kronor i växlar till en snittränta på 0,47 procent. Bruttoupplåningen var marginellt större än under 2009. Den utestående stocken

minskade däremot under året till 85 miljarder kronor jämfört med 115 miljarder kronor vid utgången av 2009.

2.3 Risk i genomsnittlig emissionsränta

Variationen i genomsnittlig emissionsränta är bland annat en funktion av löptidsmålen för de tre skuldslagen. Löptid anges i termer av genomsnittlig tid till betalning av ränta eller lånebelopp. Löptidsmålen syftar till att styra variationen i den förväntade kostnaden. Vi förväntar oss att variationerna i statsskuldens kostnad blir högre vid ett kort löptidsmål än vid ett långt löptidsmål. Samtidigt förväntar vi oss att kostnaden för statsskuden blir lägre vid ett kort löptidsmål än vid ett långt löptidsmål.

Figur 2 visar standardavvikelse på ett års rullande månadsförändringar i genomsnittlig emissionsränta. Variationen i den historiska emissionsräntan beskriver inte den förväntade risken utan är ett sätt att beskriva risken "med facit i hand". Förväntade risker är framåtblickande och kan till exempel beräknas med hjälp av Cost-at-Risk-tekniker.

Figur 2. VARIATION I GENOMSnittLIG EMISSIONSRÄNTA



Diagrammet visar att variationen i genomsnittliga emissionsräntor var stabil fram till finanskrisens utbrott 2008. Därefter ökade variationen kraftigt. Denna ökning var ett resultat av krisen på finansmarknaderna som ledde till lägre och mer volatila räntor. I början av 2009 nådde variationen i den genomsnittliga emissionsräntan den högsta nivån hittills för att därefter börja falla tillbaka.

Under 2010 har variationen i den genomsnittliga emissionsräntan fortsatt att minska och har i stort sett återgått till de nivåer som rådde före sommaren 2008. Samtidigt har den genomsnittliga emissionsräntan fallit ytterligare sedan 2009.

Tabell 1. GENOMSnittliga EMISSIONSRÄNTOR (GER)¹

| | Nominella obligationer | | | Statsskuldväxlar ⁴ | | | Realobligationer ⁵ | | |
|---------------------------------|------------------------|------|------|-------------------------------|------|------|-------------------------------|------|------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2008 | 2009 | 2010 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Total skuld ² (mdkr) | 508 | 505 | 557 | 139 | 115 | 92 | 207 | 200 | 212 |
| Upplåning ³ (mdkr) | 47 | 110 | 58 | 453 | 304 | 307 | 20 | 10 | 29 |
| GER total skuld (%) | 4,36 | 4,15 | 3,99 | 2,82 | 0,13 | 1,03 | 2,83 | 2,77 | 2,47 |
| GER upplåning (%) | 3,82 | 3,17 | 2,63 | 3,76 | 0,43 | 0,47 | 1,79 | 1,42 | 0,42 |

¹⁾ För att jämföra den genomsnittliga emissionsräntan för nominella respektive reala instrument måste den genomsnittliga emissionsräntan för realobligationer justeras för inflationen.

²⁾ Övertagna lån ingår ej.

³⁾ Emitterad volym i auktioner och säljdelen i bytestransaktioner.

⁴⁾ Inklusivt likviditetsväxlar och extraväxlar utestående vid årsskiftet 2008/2009.

⁵⁾ Volymen realobligationer är inklusive upplåpen inflation.

3 Strategiska beslut

3.1 Löptiden i de enskilda skuldslagen

Regeringen beslutade i 2010 års riktlinjer för statsskuldens förvaltning om riktvärden för löptiden i respektive skuldslag. De skulle vara 3,2 år för den nominella kronskulden, 9,4 år för realskulden respektive 0,125 år för valutaskulden.

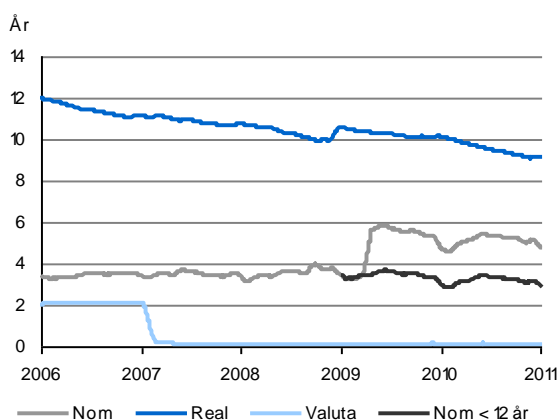
Styrningen av löptiden i den nominella kronskulden är uppdelad så att låneinstrument med kortare löptid än tolv år styrs mot löptidsriktvärdet 3,2 år. Låneinstrument med löptid längre än tolv år begränsas istället av ett volymtak på 60 miljarder kronor för 2010.

Uppdelningen i styrsystemet beror på att lånebehovet reviderades upp i snabb takt under 2009, samtidigt som räntorna föll kraftigt. Förutsättningarna för att ge ut statsobligationer med lång löptid framstod som mycket fördelaktiga. Regeringen upphävde då, på Riksgäldens förslag, beslutet om riktvärde för den nominella kronskuldens löptid, vilket gjorde det möjligt för Riksgälden att ge ut en stor volym 30-åriga obligationer.

Eftersom den 30-åriga obligationen har mycket stor påverkan på löptiden i kronskulden bedömde vi att det inte skulle vara meningsfullt att inkludera utgåvan i löptidsriktmärket. Vi har inte för avsikt att använda obligationer längre än tolv år i vår reguljära finansiering utan endast vid enstaka tillfällen med stark efterfrågan på lång löptid.

Räntebindningstiden för hela den nominella kronskulden ligger omkring 5 år.

Figur 3. SKULDSLAGENS LÖPTID



Anm.: 30 dagars glidande medelvärde.

3.2 Valutaskuldens fördelning

Statsskulden består av 15 procent valutaskuld. Valutaskuldens sammansättning utgår från ett riktmärke som regeringen låter Riksgälden fastställa. Riktmärket förändras normalt vart tredje år. Riktmärket förändrades senast i slutet av 2008 och löper till 2011.

Valutaskulden fördelas på ett flertal valutor för att minska risken i enskilda valutor. En ökad grad av diversifiering måste dock gå hand i hand med en praktisk hantering och styrning av valutaskulden. Vi väljer därför ett riktmärke bland de sju största och mest likvida valutorna USD, EUR, JPY, GBP, CHF, AUD och CAD. Riktmärket för andelarna i de olika valutorna avser nettoexponering.

Vi har tidigare betonat att begränsa risken i valutaskulden. Förutsättningarna har emellertid förändrats eftersom vi nått målet om 15 procent valutaskuld. Jämfört med föregående riktmärkesportfölj minskade euroandelen medan skulden i schweizerfranc och japanska yen ökade, enligt tabell 2. Kanadadollar ingår numera i riktmärket. Riktmärket medför en större diversifiering på olika marknader och en minskad koncentration av euro.

Tabell 2. Valutaskuldens sammansättning och referensportfölj

| Valuta | Riktmärke 2009 | Riktmärke 2006 | Referensportfölj 2009 |
|--------|----------------|----------------|-----------------------|
| EUR | 45 % | 65 % | 83 % |
| USD | 10 % | 10 % | - |
| CHF | 20 % | 16 % | - |
| JPY | 15 % | 4 % | - |
| GBP | 5 % | 5 % | 2 % |
| CAD | 5 % | - | 1 % |
| AUD | - | - | 14 % |

Utgångspunkten för periodens riktmärke är den så kallade referensportföljen. Referensportföljen är en teoretiskt beräknad valutasammansättning som minimerar risken. Referensportföljen är således fördelningens startpunkt och riktmärket är den valutafördelning som vi bedömer minimerar de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk.²

² Konstruktionen av riktmärket utgår från Black Litterman metodik. Referensportföljen a-priori adderat med våra marknadsvyer ger slutliga riktmärket. Minsta riskportföljen, "Referensportföljen", är framtagen med mean variance optimering baserad på kostnader för perioden 1993-2008.

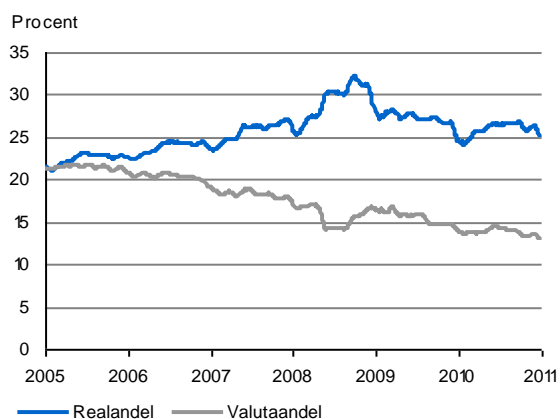
Bakgrunden till att vi ökade andelen schweizerfranc och japanska yen speglar våra förväntningar om fortsatt fördelaktiga räntenivåer i Japan och Schweiz gentemot euromarknaden. De lägre upplåningskostnaderna bedömde vi sammantaget skulle motverka en eventuell förstärkning av valutorna. Australien med en tillväxtorienterad gruvindustri bedömde vi dessutom som ett dyrt alternativ till amerikanska dollar. Riktmärkets sammansättning grundar sig på en bedömning av kostnadsfördelar under en mycket lång tidsperiod.

Kostnaden för riktmärkesportföljen var under året högre än jämförelseportföljen. Det berodde i huvudsak på att schweizerfranc, japanska yen och kanadadollar förstärktes mot euron. Sammantaget var den *relativa kostnaden* 5 procentenheter högre under 2010. Detta uppvägs delvis av ett positivt resultat för 2009, då kostnaden för valutasammansättning blev 3 procentenheter lägre än jämförelseportföljen. Naturligtvis främjas vi sammantaget av svenska kronans förstärkning mot riktmärkesvalutorna med drygt 4 procentenheter under 2010.

3.3 Andelsstyrning

För 2010 beslutade regeringen att statsskulden långsiktigt skulle bestå av 25 procent realskuld. Andelen valutaskuld skulle uppgå till 15 procent och resten av statsskulden skulle utgöras av nominell kronaskuld. Beslutet togs i enlighet med Riksgäldens förslag och innebär ingen förändring jämfört med 2009.

Figur 4. SKULDANDELAR 2006–2010



Anm.: 30 dagars glidande medelvärde.

Andelen valutaskuld uppgick till 14 procent i genomsnitt under 2010. Den viktigaste orsaken till att andelen låg under riktvärdet var den kraftiga kronförstärkningen under året. I slutet av året minskade andelen även till följd av det säsongsmässigt stora lånebehovet i december som i huvudsak täcks av upplåning i kronor.

Realskuldens andel var däremot större än riktvärdet, i genomsnitt 26 procent under 2010. Realandelen är svår att styra bland annat eftersom det inte finns någon utvecklad derivatmarknad att tillgå. Eventuella åtgärder för att minska andelen skulle sannolikt vara kostsamma. Därför har vi valt att tillåta andelen att överstiga riktvärdet tills de kortaste realobligationerna förfaller.

3.4 Aktiv förvaltning

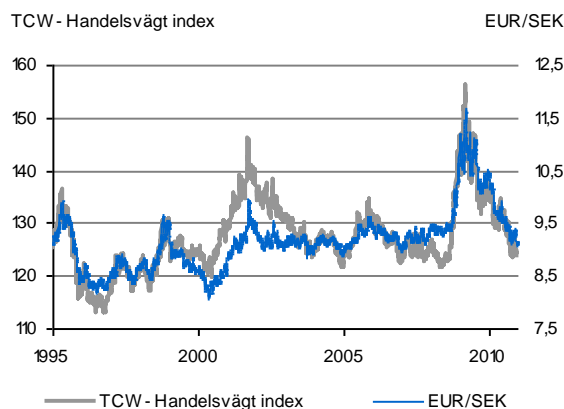
Vid sidan av den ordinarie finansieringen av statsskulden har Riksgälden möjlighet att ta positioner via så kallad aktiv förvaltning. En position innebär att vi ökar eller minskar exponeringen i ett visst tillgångsslag utifrån hur vi tror att värdet på det kommer att utvecklas. Vi kan ta ränte- och valutapositioner på de internationella marknaderna och valutapositioner i svenska kronor. Målet är att sänka statens kostnader utan att ta för stora risker. En vinst i den aktiva förvaltningen minskar statens räntekostnader med samma belopp. Aktiv förvaltning är ett normalt inslag i tillgångsförvaltning, men är ovanligt bland statliga skuldförvaltare.

Position för starkare krona

I september 2010 aviserade Riksgälden att vi skulle inleda en gradvis avveckling av vår långsiktiga position för en starkare krona. Växelkursen låg då till synes varaktigt på relativt normala nivåer. Vid årsskiftet hade positionen minskat från motsvarande 50 miljarder kronor till 27 miljarder kronor. Det totala värdet på positionen, inklusive den orealiserade delen, uppgick då till 7,8 miljarder kronor. Hur stor den slutliga vinsten blir kan redovisas först när hela positionen är stängd.

Den strategiska positionen för en starkare krona gentemot euron byggdes upp gradvis under 2009. Beslutet byggde på bedömningen att kronan vid en kurs som under en period låg över 11 kronor per euro var kraftigt undervärderad, dvs. kronan var billig och euron i motsvarande mån dyr. Vi ökade därför skulden i euro och minskade skulden i kronor.

Figur 5. KRONANS KURSUTVECKLING



Skuldproblematiken i fokus på de finansiella marknaderna

Under våren 2010 ställde höga statsskulder till med problem för några länder i eurozonen när marknaderna började tvivla på dessa länders förmåga att återbetala sina skulder. Detta ledde till snabbt ökande lånekostnader som i slutändan fick IMF och EU att gemensamt upprätta ett program för att låna ut pengar till först Grekland i april och sedan Irland i oktober. Det förekom också marknadsaktörer som när det var som mest fokus på dessa båda länders problem även ansåg att Spanien och Portugal skulle komma att behöva hjälp från IMF och EU. Detta inträffade dock inte. De besparingsåtgärder som krävdes av Grekland och Irland för att de skulle få låna pengarna ledde till kraftiga protester, framför allt i Grekland där protesterna övergick i strejker och på sina håll i kravaller.

Grekland och Irland är dock relativt små länder i vad som kom att kallas den europeiska periferin. De större länderna i vad som brukar ses som kärnan, Tyskland och Frankrike, drabbades inte nämnvärt av oron utan visade tvärtom upp en god tillväxt vilket ledde till en tudelning av eurozonen. Denna tudelning gav ECB bekymmer då man å ena sidan hade länder i ekonomisk kris med snabbt stigande upplåningskostnader att ta hänsyn till, å andra sidan länder som visade upp god tillväxt och tilltagande ekonomisk optimism att väga in i bedömningen om en lämplig styrränta för hela eurozonen. ECB valde under 2010 att låta styrräntan ligga stilla vilket främst tog hänsyn till länderna i kris.

I USA valde man istället att införa ytterligare en period av så kallade kvantitativa stimulanser, där centralbanken köper räntepapper på andrahandsmarknaden för att få igång ekonomin igen. I efterhand kan det hävdas att det nog var själva signalen från FED att man är beredd att göra vad som krävs får att få igång ekonomin igen snarare än de faktiska uppköpen som gjorde att ekonomin kom tillbaka. I en kort period under sommaren kom ekonomisk data som visade att den amerikanska ekonomin låg farligt nära att tippa över i en recession. Efter att FED tidigt i september meddelat att man återupptar verksamheten med kvantitativa stimulanser för att få fart på ekonomin och undvika en så kallad dubbel dip vände den negativa trenden för ekonomisk data, vilket också ledde till en period av återhämtning där de amerikanska börserna steg under kontrollerade former under hösten/vintern. Även andra tillgångsslag som råvaror steg under hösten till följd av mer likviditet från FED.

År 2010 var också året då Asien visade att det är en region på stark frammarsch. Efter krisåren 2008-2009 kom flertalet asiatiska länders tillväxt tillbaka snabbt. Tillväxten kom till stor del av att länderna exporterade till Kina som i sin tur gick om Tyskland som världens största exportör. Kina gick under 2010 även om Japan i storlek på ekonomin för att bli ny tvåa i världen efter USA.

Snabb återhämtning i Sverige

Återhämtningen i svensk ekonomi under 2010 överträffade förväntningarna. Riksbanken var en av de första centralbankerna att påbörja en höjning av styrräntan från de krisnivåer man sänkt till under 2008-2009. Under senare delen av 2010 steg inflationen i Sverige. I juli höjdes räntan för att sedan höjas vid vart och ett av de tre resterande mötena 2010. Detta tillsammans med starka BNP-siffror under året medförde att kronan förstärktes kraftigt under året.

Efter att ha stigit något första halvan av 2010 kom arbetslösheten ned under andra halvåret till nivåer som senast sågs i början av 2009.

4 Upplåning

Statens upplåning sker till största del genom att Riksgälden emitterar nominella statsobligationer och statsskuldväxlar. En del av upplåningen täcks genom realobligationer, som ger investerarna ett inflationskydd. Riksgälden lånar även i utländsk valuta och av privatpersoner samt andra mindre placerare.

Den faktor som haft störst påverkan på upplåningen under 2010 är den snabba ekonomiska återhämtningen i Sverige och därmed förbättringen av statsfinanserna. Budgeten var i stort sett i balans vilket var en markant omsvängning jämfört med 2009 års stora budgetunderskott.

Tack vare starka statsfinanser drabbades inte Sverige av den osäkerhet som präglade statspappersmarknaden i många andra länder under 2010. Vi lånade till låga räntor både relativt tidigare perioder och jämfört med de flesta andra statliga låntagare.

När lånebehovet minskade koncentrerade vi upplåningen till nomniella statsobligationer och drog ned på annan upplåning i första hand, framförallt på obligationsupplåning i utländsk valuta.

Ett minskat utbud av statsskuldväxlar i kombination med låga räntor har fått till följd att vår investerarbas för statsskuldväxlar har blivit mindre. Växelmargnadens djup och likviditet har gradvis försämrats. Efterfrågan på statsskuldväxlar var periodvis begränsad och två av våra växelemmissioner blev undertecknade. Det innebar att vi fick ersätta en del av den planerade växelupplåningen med annan kort upplåning, främst i commercial paper.

Även marknaden för realobligationer är betydligt sämre än marknaden för nominella statsobligationer vad gäller djup och likviditet. Realskulden är koncentrerad till få och stora lån vilket gör att vi kan få stora svängningar i realskuldens andel när ett lån förfaller. Stora volymer som förfaller utgör också en återinvesteringsrisk för våra investerare.

Under våren genomfördes en sondering av realmarknaden där vi samlade in synpunkter från återförsäljare och investerare på realskuldens sammansättning. Sonderingen gav stöd för en strategi att på sikt fördela realskulden över fler mindre lån. En sådan strategi skulle underlätta hanteringen av förfallande lån för såväl Riksgälden som för investerarna. Fler utestående realobligationer ansågs även främja likviditeten på marknaden förutsatt att enskilda lån inte blev för små.

Tabell 3. FINANSIERING I STATSPAPPER

| Miljarder kronor | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| Nettolånebehov¹ | -18 | -103 | -135 | 176 | 1 |
| Förändring av kassabehållning och privatmarknad ² | -39 | -35 | 57 | -138 | 27 |
| Förfall, uppköp m.m. | 71 | 79 | 96 | 181 | 38 |
| Statsobligationer | 36 | 62 | 68 | 121 | 3 |
| Valutalån | 35 | 17 | 28 | 59 | 36 |
| Summa | 13 | -59 | 18 | 218 | 67 |
| Statsskuldväxelupplåning, netto³ | -78 | -110 | -32 | -24 | -30 |
| Obligationssupplåning, brutto | 91 | 51 | 50 | 243 | 97 |
| Obligationer i utländsk valuta | 20 | 5 | 0 | 130 | 31 |
| Realobligationer ⁴ | 7 | 5 | 3 | 3 | 8 |
| Nominella statsobligationer ⁵ | 64 | 41 | 47 | 110 | 58 |
| Finansiering | 13 | -59 | 18 | 218 | 67 |
| ¹ Ett negativt lånebehov innebär att statens budget visar överskott | | | | | |
| ² Förändring av likviditetshanteringsinstrument och privatmarknads-lån netto | | | | | |
| ³ Netto av emissioner (exklusive byten) och förfall under kalenderåret | | | | | |
| ⁴ Emissionsvolym i per auktionstillfälle, genomsnitt | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,7 |
| ⁵ Emissionsvolym per auktionstillfälle, genomsnitt | 2,8 | 1,9 | 2,2 | 3,3 | 2,8 |

4.1 Nominell upplåning i kronor

Nominella statsobligationer

Merparten av upplåningen gjordes i vanlig ordning i nominella statsobligationer. Totalt emitterade vi 58 miljarder kronor under 2010. Det är en minskning jämfört med 2009 då vi emitterade 110 miljarder kronor. Minskningen under 2010 beror på ett minskat lånebehov.

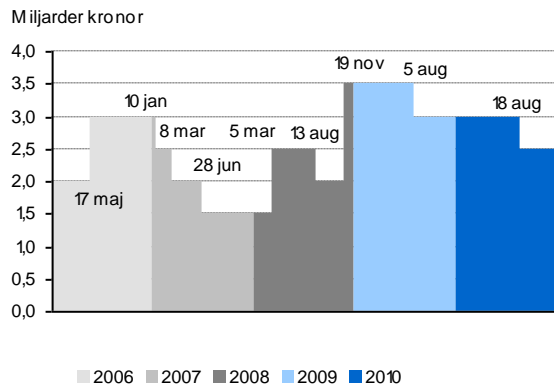
Tabell 4. EMITTERAD VOLYM I MILJONER KRONOR OCH GENOMSNITTLIG EMISSIONSRÄNTA PER LÅN

| 2010 | | | | | |
|---------------|--------------|--------|-----------------|-----------------|------------------|
| Lån | Förfalldatum | Kupong | Antal auktioner | Emitterad volym | GER ¹ |
| 1041 | 2014-05-05 | 6,75 | 2 | 5 499 | 1,79 |
| 1047 | 2020-12-01 | 5 | 11 | 29 177 | 2,97 |
| 1049 | 2015-08-12 | 4,5 | 7 | 18 499 | 2,27 |
| 1050 | 2016-07-12 | 3 | 1 | 2 500 | 2,41 |
| 1053 | 2039-03-30 | 3,5 | 2 | 2 175 | 3,51 |
| TOTALT | | | | 57 850 | |

¹ Genomsnittlig emissionsränta

Nominella statsobligationer emitteras i auktioner som äger rum varannan vecka. Emissionsvolymen var 3 miljarder kronor per auktion till augusti då den sänktes till 2,5 miljarder kronor. Den låg sedan kvar på 2,5 miljarder kronor under resten av året.

Figur 6. UTBJUDNA AUKTIONSVOLYMER AV NOMINELLA STATSOBLIGATIONER



Riksgälden har en policy att främst emittera i vissa standardlöptider, två-, fem- och tioåriga nominella obligationer. Detta upprätthålls genom att vi regelbundet ger ut nya tioåriga obligationer som vartefter de förkortas övergår till att bli fem- och sedan tvååringar. Under 2010 behövde vi inte emittera någon ny tioåring eftersom det segmentet redan täcktes upp av en längre obligation vars löptid närmade sig tio år.

Tabell 5. MEDELVÄRDE FÖR TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR NOMINELLA STATSOBLIGATIONER 2006–2010

| Procent | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Teckningskvot ¹ | 3,87 | 3,28 | 2,54 | 2,35 | 2,33 |
| Snittränta ² | 3,60 | 4,07 | 3,82 | 2,86 | 2,63 |

¹) Inkommen budvolym i förhållande till utbudna emissionsvolym, syndikeringen 2009 ingår inte.

²) Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner och syndikering ingår inte.

Av tabell 5 framgår att den genomsnittliga emissionsräntan sjönk mellan 2009 och 2010 med 0,23 procentenheter. Detta speglar att obligationsräntorna sjunkit ytterligare under 2010 jämfört med 2009.

Obligationsemissionerna hade en genomsnittlig teckningskvot på ungefär samma nivå som under 2009. Teckningskvoten visar förhållandet mellan den totala budvolymen i en auktion och vår utbudna emissionsvolym.

Två av årets auktioner blev undertecknade. Totalt var det 645 miljoner kronor av de utbudna obligationsemissionerna som inte såldes. Den ena auktionen var i juni av 30-åringen. Efterfrågan i det lånet är svårbedömd. Handeln i obligationen är i stort sett beroende av slutinvesterares

intressen och den är dyr för återförsäljarna att inneha. Vid detta tillfälle saknades kundintressen i båda de långa obligationer som Riksgälden erbjöd. Fallande långräntor i samband med vår publicering samma morgon av lägre lånebehov kan också ha bidragit till en lägre efterfrågan.

Den andra undertecknade auktionen inträffade i oktober strax efter att bankernas lånefacilitet hos Riksbanken hade upphört. Det ledde till att flera banker, inklusive våra återförsäljare, sålde stora innehav av långa obligationer. Oro och turbulens i omvärlden gjorde kunderna avvaktande.

Kort upplåning

Statsskuldväxlar

Den utestående stocken var 85 miljarder kronor vid utgången av 2010, vilket innebar en minskning med 30 miljarder kronor jämfört med december 2009.

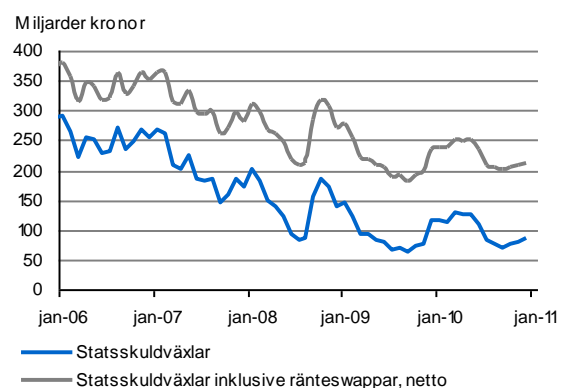
Tabell 6. FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE STATSSKULDVÄXLAR, NETTO INKL. SWAPPAR

| Miljarder kronor | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|------|------|------|------|------|
| Finansiering med statsskuldväxlar, netto ¹ | -78 | -110 | -32 | -24 | -30 |
| Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar | 44 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| Förändring av statsskuldväxelstocken | -34 | -84 | -32 | -24 | -30 |
| Ränteswappar, netto ² | 9 | 14 | 22 | -13 | 5 |
| Förändring av statsskuldväxelstocken inkl. swappar SEK, netto | -25 | -70 | -10 | -37 | -25 |

¹) Netto av emissioner (exklusive byten) och förfall under kalenderåret

²) Netto av ingångna och förfallande swappar

Figur 7. UTVECKLING AV VÄXELSTOCKEN 2006-2010



Sedan 2008 tillämpar Riksgälden en ny policy för växelupplåningen med fyra utestående löptider upp till högst sex månader. Tidigare hade vi sex löptider upp till tolv månader. Den sista tolv månadersväxeln emitterades i december 2007.

Efterfrågan på statsskuldväxlar har tidvis varit så begränsad att vi fått dra ned den planerade upplåningen till förmån för

annan kort finansiering, främst commercial paper. En anledning kan vara att vissa investerare, som måste köpa statsskuldväxlar, pressar ner räntorna. De låga räntenivåerna gör att andra investerare tillfälligt drar sig ur växelmarknaden.

Två av 2010 års 24 auktioner blev undertecknade och vi skar ner emissionsvolymen. Det innebar att sammanlagt knappt 13 miljarder kronor av de utbudna statsskuldväxlarna inte såldes. Detta medförde dock inget problem för vår finansiering eftersom växelupplåningen på kort sikt ersattes av upplåning inom likviditetsförvaltningen.

Vi har stora lånebehov i slutet av året. Vi valde därför att komplettera växelupplåningen genom att ta upp commercial paper. Lånen terminssäkrades mot kronor så att de i praktiken blev en ersättning för växelupplåningen.

Den genomsnittliga emissionsräntan i auktionerna var 0,47 procent under 2010 vilket var på ungefär samma nivå som under 2009. Då var den 0,43 procent.

Tabell 7. MEDELVÄRDE FÖR TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR STATSSKULDVÄXLAR

| Procent | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Teckningskvot ¹ | 2,04 | 2,50 | 2,35 | 2,32 | 1,91 |
| Snittränta ² | 2,52 | 3,60 | 3,58 | 0,43 | 0,47 |

¹⁾ Inkommen budvolym i förhållande till utbudna emissionsvolym.

²⁾ Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår ej.

Ränteswappar

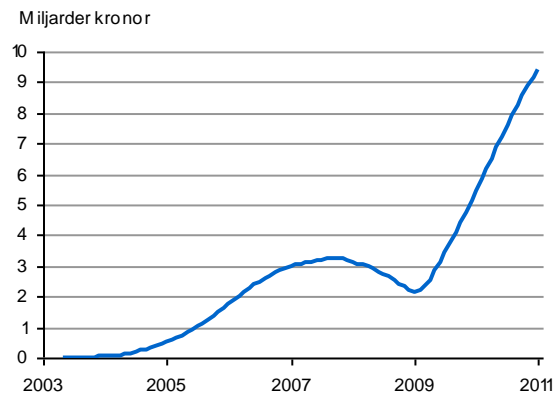
Under 2010 swappade vi 34 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort svensk ränteeponering och 10 miljarder kronor till kort ränteeponering i utländsk valuta. Den genomsnittliga löptiden i swapparna var densamma som i obligationsupplåningen under 2010.

När vi lånar via swappmarknaden emitterar vi först en nominell statsobligation. I nästa steg byter vi den fasta obligationsräntan mot en rörlig bankränta i kronor (Stibor) för att förkorta räntebindningstiden.

Tack vare ränteswappar kan vi hålla en kortare löptid i skulden än vi annars skulle göra. Våra förslag till riktlinjer för löptiden bygger på att vi kan göra omfattande swappar för att uppnå en relativt kort löptid och därmed sänka den förväntade räntekostnaden.

Effekten på kostnaden beror på skillnaden mellan den fasta ränta som vi låser in när vi gör en swapp och den rörliga Stiborränta som vi sedan betalar fram till det att swappen förfaller. Swapparna har normalt en löptid på mellan 5 och 10 år. Det är först när de förfallit som vi har facit. De swappar som gjorts under 2010 har således ett antal år kvar innan resultatet kan beräknas ex post.

Figur 8. RÄNTESWAPPAR, ACKUMULERAT RESULTAT



Figur 8 visar det kalkylmässiga resultatet sedan vi introducerade swappar i kronupplåningen 2003. Resultatet motsvarar skillnaden mellan den rörliga ränta vi betalat och den fasta ränta vi erhållit hittills i swapparna. Sedan starten 2003 har användningen av swappar minskat kostnaderna för statsskulden med 9,4 miljarder kronor³ om vi tar upplåningen i statsobligationer för given. De senaste fem åren har kostnadsbesparingen i genomsnitt varit 1,5 miljarder kronor per år, se tabell 8.

Tabell 8. BESPARING PER ÅR PÅ UTESTÅENDE SWAPPAR

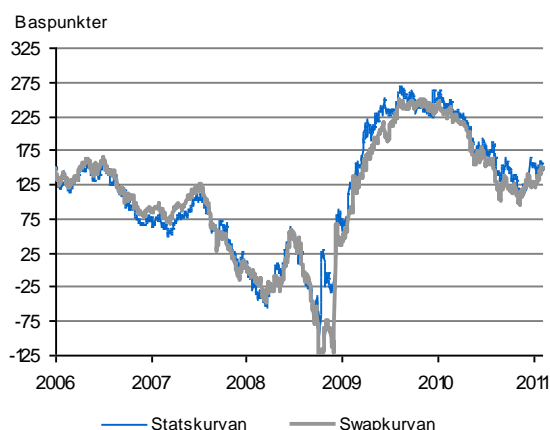
| Miljarder kronor | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Genomsnitt |
|------------------|------|------|-------|------|------|------------|
| Besparing | 1,20 | 1,17 | -1,00 | 3,32 | 3,94 | 1,53 |

Kostnadsfördelen av att förkorta löptiden via swappar kan illustreras med lutningen på swappkurvan, dvs skillnaden mellan den fasta ränta som vi erhåller och den rörliga ränta vi betalar. Alternativet till kort ränteeponering via swappar är att ersätta upplåning i statsobligationer med statsskuldväxlar. Den besparing vi då uppnår beror på motsvarande lutning på statskurvan. Figur 9 visar skillnaden mellan den 5-åriga swappräntan och 3-månaders Stibor tillsammans med skillnaden mellan den 5-åriga obligationsräntan och en 3-månaders statsskuldväxelränta.

Generellt kan man säga att om statskurvan över tiden är brantare än swappkurvan så är statsskuldväxelupplåning ett billigare alternativ än upplåning via obligationer och swappar. Före 2008 var kort upplåning via swappade obligationer generellt sett billigare än upplåning i statsskuldväxlar. De senaste åren skulle statsskuldväxlar istället ha genererat en större besparing än swappade obligationer.

³ I denna summa ingår även resultatet av 21 miljarder kronor swappar som förfallit under tiden 2003–2009.

Figur 9. KURVLUTNING MELLAN 3 MÅNADER OCH 5 ÅR



I praktiken är det dock inte rimligt att ersätta swappade statsobligationer med statsskuldväxlar. Marknaden för statsskuldväxlar är inte tillräckligt djup och det skulle skapa för stor refinansieringsrisk. Ett avgörande skäl är också att vi måste värna infrastruktur och likviditet i statsobligationsmarknaden.

Resultat nominell kronupplåning

Riksgälden gör enbart en kvalitativ utvärdering av upplåningen i de nominella instrumenten.

Vår bedömning är att upplåningen fungerat väl, även om inte alla auktioner var fulltecknade. Detta bekräftas av enkätundersökningar riktade till återförsäljare och investerare, se avsnitt 7.3. Den ränta vi fick i auktionerna låg i huvudsak mellan de räntor som motsvarar marknadens köp- och säljränta, vilket får betraktas som ett mycket gott resultat: både vad gäller upplåningskostnaderna och som en indikation på en väl fungerande marknad.

4.2 Realupplåning

Under 2010 gav Riksgälden ut 7,7 miljarder kronor i realobligationer. Den utestående reala skulden ökade från 199,7 miljarder kronor till 211,6 miljarder kronor vid utgången av året. Att skulden ökade mer än den volym vi emitterade i auktionerna beror dels på att vi emitterade 3 miljarder kronor netto i marknadsvårdande byten och dels på att den upplupna inflationskompensationen räknades upp.

Mot bakgrund av att den kortaste realobligationen närmar sig förfall introducerade vi ett nytt reallån under 2010. Lån 3107, med förfalldatum den 1 juni 2017, gavs ut första gången den 23 september. Introduktionen får anses framgångsrik då vi emitterade totalt drygt 15 miljarder kronor av lånet i den första emissionen och de efterföljande bytesauktionerna. I bytena köpte vi tillbaka andra realobligationer varför nettoeffekten på stocken blev liten.

Realskuldens andel av den totala skulden uppgick till 26 procent i genomsnitt under 2010. Enligt regeringens riktlinjer ska skuldens andel långsiktigt styras mot 25 procent.

När vi reviderade ned prognosen för lånebehovet 2010 valde vi att behålla den planerade upplåningen i realobligationer trots att andelen realskuld förväntades överstiga riktvärdet under året. Vår bedömning var att en neddragning från en redan låg nivå skulle få liten effekt på skuldandelen men kunde riskera att försämra likviditeten på realobligationsmarknaden märkbart. Dessutom kommer realandelen att minska då lån 3106 förfaller i april 2012.

Ytterligare en orsak till att vi kunde behålla emissionsvolymen var att vi minskade realandelen via byten i samband med att vi introducerade den nya realobligationen, 3107. I bytesauktionerna köpte vi tillbaka lån med hög upplupen inflationskompensation. Det innebar att realskulden inklusive inflationskompensation minskade samtidigt som vi byggde upp volym och därmed likviditet i den nya obligationen.

Realskuldens struktur med få och stora utestående lån ger oss liten flexibilitet i upplåningen. Stora volymer kan vara svårt att hantera när lånen förfaller, samtidigt som det innebär en återinvesteringsrisk för våra investerare. Ur det perspektivet skulle det vara önskvärt att fördela realskulden på fler mindre lån. I syfte att utvärdera en sådan strategi genomfördes en sondering av realobligationsmarknaden våren 2010.

Sonderingen gav stöd för att på sikt förändra realskuldens sammansättning i riktning mot fler och mindre lån. En sådan förändring ansågs minska återinvesteringsrisken och dessutom främja likviditeten förutsatt att enskilda utgåvor inte blir för små.

Tabell 9. FÖRÄNDRING AV REALSKULDEN UNDER 2010

| Utestående realstock 2009-12-31, miljarder kronor | |
|---|-------|
| Auktioner | 7,7 |
| Byten | -0,1 |
| Riksgäldsspar Real | 0,0 |
| Löpande byten | 3,0 |
| Overtagna realobligationslån | 0,0 |
| Inflationsuppräknning | 1,3 |
| Utestående realstock 2010-12-31, mdkr | |
| | 211,6 |

Realräntorna förblev låga under 2010. Genomsnittet av emissionsräntorna var 0,51 procent under 2010. Vid två tillfällen emitterades det kortaste reallånet till negativ ränta. En negativ realränta indikerar att inflationen förväntas överstiga den nominella räntan för motsvarande löptid.

Tabell 10. AUKTIONER AV REALOBLIGATIONER

| Miljarder kronor | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|------|------|------|------|------|
| Emissionsvolym ¹ , miljarder kr | 3,8 | -6,8 | -1,4 | -1,8 | 11,9 |
| Såld volym ² , miljarder kr | 6,7 | 5,0 | 2,6 | 3,0 | 7,7 |
| Teckningskvot ³ | 4,0 | 5,16 | 3,18 | 4,96 | 5,34 |
| Snittränta ⁴ , procent | 1,62 | 1,87 | 1,79 | 1,46 | 0,51 |
| BEI ⁵ , procent | 1,89 | 2,21 | 2,11 | 1,67 | 1,73 |

¹⁾ Totalt emitterad volym i auktionsverksamheten under året, netto efter rena auktioner, byten och uppköp.

²⁾ Totalt såld volym i auktionsverksamheten exklusive byten och uppköp.

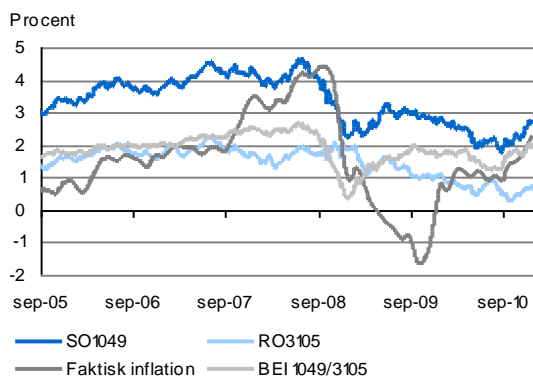
³⁾ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym, rena auktioner.

⁴⁾ Viktad genomsnittsränta över året i de rena auktionerna.

⁵⁾ Genomsnittlig break even-inflation i de rena auktionerna.

För att jämföra kostnaden för real och nominell upplåning med motsvarande löptid beräknas break even-inflationen (BEI). Den anger hur hög inflationen i genomsnitt måste vara under obligationens löptid för att kostnaden ska vara densamma för real och nominell upplåning. Om inflationen blir lägre än break even-nivån kommer realupplåning att ha varit mer fördelaktig än upplåning i nominella obligationer med motsvarande löptid.

Figur 10. RÄNTOR, BEI OCH FAKTISK INFLATION 2006-2010



Diagrammet ovan visar utvecklingen av marknadsräntan för det nominella lånet 1049 (4,50 procent, augusti 2015) och det reala lånet 3105 (3,5 procent, 1 dec 2015). Diagrammet visar också att break even-inflationen varierade mellan 0,3 och 2,7 procent med ett genomsnitt på 1,5 procent under 2009.

Under 2008 föll break even-inflationen till historiskt låga nivåer. Fallet speglade både förväntningar om konjunkturavmattning och därmed lägre inflation men var också ett resultat av stark efterfrågan på nominella statsobligationer till följd av finanskrisen. Under 2010 steg break even-inflationen igen till mer normala nivåer.

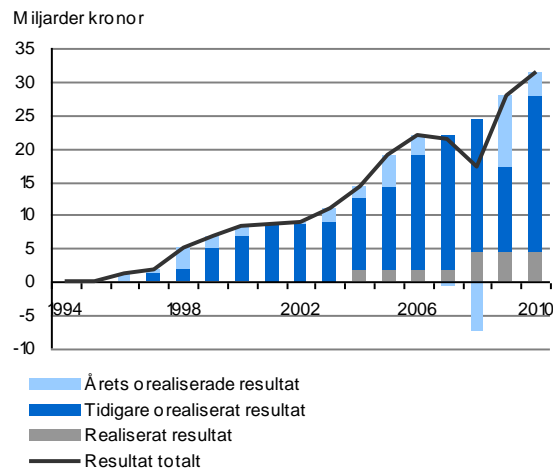
Inflationsuppräknigen för realobligationerna var 1,5 procent under 2010 mätt som utvecklingen av KPI⁴. Break even-inflationen under 2010 blev 1,73 procent i våra auktioner. Om 2010 års realupplåning kommer att vara lyckad ur ett kostnadsperspektiv avgörs först när respektive obligation förfaller och vi vet vad den realiserade inflationen blev.

En stor del av det ackumulerade orealiserade resultatet kommer från låga inflationstal under tidigare år. Den genomsnittliga inflationen sedan starten 1994 har fram till slutet av 2010 varit cirka 1,3 procent vilket är klart lägre än den genomsnittliga break even-nivån vi har emitterat till.

Resultat för realupplåningen

Även om inflationstakten steg under 2010 var den fortfarande lägre än den genomsnittliga break even-nivån i skulden. Det kalkylmässiga resultatet, mätt som kostnadsskillnaden mellan upplåning i reala och nominella obligationer, ökade med cirka 3 miljarder kronor under året.

Figur 11. REALOBLIGATIONER, KALKYLMÄSSIGT RESULTAT



I Prosperas undersökning (se avsnitt 7) får realmarknaden ett lågt betyg vad gäller likviditet och prisinformation. Vår bedömning är att det i huvudsak beror på små emissionsvolym och att många investerare har en buy-and-hold strategi, vilket minskar likviditeten på marknaden. Vi hoppas att vår långsiktiga strategi för realskuldens sammansättning kommer att bidra till att likviditeten förbättras.

⁴ Inflationen blev i genomsnitt 1,5 procent för perioden oktober 2009 till och med september 2010. Reallånen är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning.

4.3 Valutaupplåning

Som en följd av det minskade upplåningsbehovet drogs upplåningen i utländsk valuta ner under året. Upplåningen sker normalt genom att vi emitterar obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning på kapitalmarknaden) eller genom att byta kronupplåning till exponering i utländsk valuta (kron-/swappupplåning). I korthet innebär en kron-/swappupplåning att räntan på statsobligationer i kronor byts mot en kort ränteexponering i utländsk valuta och att det lånade beloppet växlas till utländsk valuta. Se faktaruta kron-/swappupplåning för en mer utförlig beskrivning. Riksgälden kan också emittera i utländsk valuta genom emission av så kallade commercial paper med löptid på upp till ett år.

Sammantaget uppgick obligationsupplåningen i utländsk valuta till 31 miljarder kronor under 2010. Det gjordes genom emission av tre dollarlån på totalt 4,4 miljarder dollar. Två lån togs upp i april: 1,4 miljarder dollar i en ettårig obligation och 1 miljard dollar i en treårig obligation. Det tredje lånet, 2 miljarder dollar i en tvåårig obligation, togs upp i november. Två av dessa lån, motsvarande 24 miljarder kronor, togs upp för att refinansiera lån för Riksbankens räkning. Därutöver har vi löpande refinansierat en utestående stock på cirka 15 miljarder kronor i commercial paper för Riksbankens räkning. Commercial paper emitterades också som en del av likviditetsförvaltningen, se avsnitt 4.4.

Under 2010 lånade vi även ut motsvarande 1,6 miljarder kronor till Island. Eftersom lånebeloppet var relativt litet togs inget separat valutalån upp för detta ändamål.

Tabell 11. OBLIGATIONSUPPLÅNING I UTLÄNDSK VALUTA

| Miljarder kronor | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|------|------|------|------|------|
| Obligationer i utländsk valuta, upplåning | 20 | 5 | 0 | 130 | 31 |
| Varav | | | | | |
| Vidareutlåning | 0 | 0 | 0 | 81 | 26 |
| Exklusive vidareutlåning | 20 | 5 | 0 | 49 | 6 |
| Förfall, obligationer | -35 | -17 | -28 | -59 | -36 |
| Förändring av obligationer i utländsk valuta | -14 | -11 | -28 | 71 | -4 |
| Kortfristig upplåning, inkl. terminer, netto | -5 | 3 | -1 | 0 | 0 |
| Förändring av valutaskulden | -19 | -8 | -29 | 71 | -4 |
| Valutaswappar, netto | 2 | -28 | -17 | 32 | 2 |
| Förändring av valutaskulden inkl. swappar, netto | -17 | -36 | -46 | 103 | -2 |

Sedan 2002 har dollarlån varit den främsta och mest gynnsamma källan för Riksgäldens direkta upplåning i utländsk valuta. De fördelaktiga villkoren på dollarmarknaden och det faktum att Riksbanken efterfrågade dollar medförde att vi tog upp samtliga lån i dollar, både de för Riksbanken och lånet för vår egen räkning.

Kron-/swappupplåning

Det första steget i en kron-/swapptransaktion är att vi lånar på den svenska obligationsmarknaden. Därefter gör vi en swapp i vilken vi mottar en fast swappränta, som är högre än obligationsräntan, och betalar en rörlig ränta i utländsk valuta. Exponeringen i den långa obligationsräntan elimineras därmed. Denna transaktion utgör en kombinerad ränte- och valutaswapp (basswapp). Inom ramen för swappen växlar vi kronbeloppet från obligationsupplåningen till utländsk valuta med vår motpart. Slutresultatet blir att vi ger ut ett obligationslån i kronor men får beloppet och betalar rörlig ränta i utländsk valuta.

När swappen förfaller växlar vi tillbaka det lånade beloppet till kronor med vår swappmotpart. Det ska enligt avtalet ske till samma kurs som vid den ursprungliga valutaväxlingen. Med kronbeloppet kan vi betala obligationsförfallet. För att kunna växla tillbaka beloppet till kronor måste vi först köpa den utländska valutan. Detta skapar en valutaexponering eftersom vi inte känner till den framtida växelkursen då vi gör swappen. Kron-/swappupplåningen ger således samma valutaexponering som om vi emitterar en obligation direkt i utländsk valuta.

Oron för statsfinansiella problem har präglat den internationella kapitalmarknaden under 2010. Trots att våra valutalån tagits upp under perioder då denna oro varit påtaglig har emissionerna kunnat genomföras framgångsrikt. Jämfört med 2009 har Riksgälden lånat till en lägre kostnad, vilket till stor del beror på ett lägre ränteläge globalt. Våra lånevillkor är förmånliga jämfört med många andra länder, vilket kan anses vara en bekräftelse på den svenska statens höga kreditvärdighet. Majoriteten av de investerare som köper våra obligationer är centralbanker som söker hög kreditvärdighet.

Den kronförstärkning som skett under året innebar att kron-/swappupplåningen justerades upp i slutet av året för att uppnå valutaskuldens riktmärke på 15 procent av den totala skulden. Under 2010 motsvarade kron-/swappupplåningen 10 miljarder kronor.

När vi tar upp ett kron-/swapplån måste vi ta hänsyn till att vi då minskar utrymmet för att använda swappar i stället för statsskuldväxlar i kronupplåningen. Det kan med andra ord uppstå en alternativkostnad om upplåning via ränteswappar är billigare än statsskuldväxelupplåning. Kostnaden för obligationsupplåning respektive kron-/swappupplåning i tabell 12 är därför inte direkt jämförbara.

Resultat för valutaupplåningen

Jämfört med föregående år var lånebehovet i utländsk valuta begränsat. Det låga utbudet i kombination med god kreditvärdighet har lett till att våra lån har behållit, eller till och med stärkt, sitt höga värde i andrahandsmarknaden. Ett stabilt värde på andrahandsmarknaden är viktigt för att investerare ska anse dem attraktiva för framtida emissioner. I praktiken är dock handeln i våra lån liten eftersom de flesta investerare behåller obligationerna till förfall.

Lånevillkoren förbättrades jämfört med tidigare år, vilket inte gällde alla låntagare på kapitalmarknaden. Den stora efterfrågan på svenska statens obligationer bör ses som ett gott betyg på vår konkurrenskraft på kapitalmarknaden.

Tabell 12. UPPLÅNINGSKOSTNADER FÖR OBLIGATIONER I UTLÄNSK VALUTA OCH KRON/VALUTASWAPPAR

| Räntepunkter jämfört med USD Libor | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------------------------------|------|------|------|------|------|
| Obligationer ¹ | -24 | -33 | - | 1 | 0 |
| Räntepunkter jämfört med Euribor | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Obligationer ² | - | - | - | 20 | - |
| Kron/valutaswappar ³ | -31 | -54 | -73 | -46 | -73 |

¹) Tre månaders rörlig bankränta

²) Sex månaders rörlig bankränta

³) Tre månaders rörlig bankränta

Under 2010 täcktes tre fjärdedelar av lånebehovet i utländsk valuta genom att emittera dollarlån till en kostnad på motsvarande 0 räntepunkter mot tre månaders USD Libor, den standardiserade bankräntan för dollar. Efter provisioner motsvarar det cirka 3 räntepunkter över USD Libor. Resterande fjärdedel av lånebehovet för 2010 lånades i kronor som sedan swappades till utländsk valuta motsvarande en kostnad på 73 räntepunkter under Euribor.

Förmånliga villkor under senhösten 2010 möjliggjorde attraktiv inlåning av swappspread men för mindre volym. Swappupplåning var således billigare, men det är inte säkert att så varit fallet om vi markant ökat swappvolymen. Merparten av obligationsupplåningen togs upp för Riksbankens räkning. Kommande år kan det bli aktuellt att använda kron/swappupplåningen även i vidareutlåningen till Riksbanken om kostnadsfördelen kvarstår.

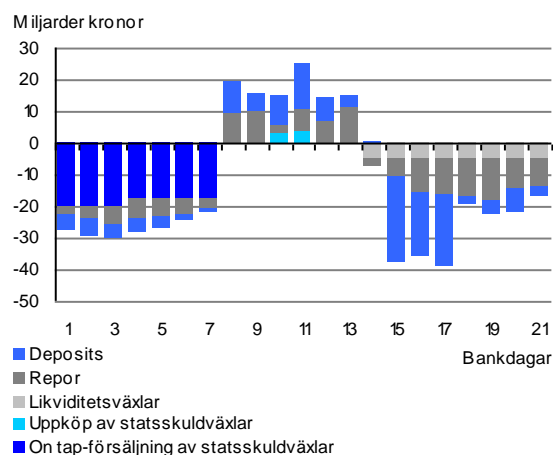
Commercial Paper har i huvudsak emitterats med en till tre månaders löptid. Vi har främst emitterat i dollar då denna marknad är mest likvid och erbjuder möjlighet att nå fler investerare. I dollar var kostnaden cirka Libor - 3 till Libor- 6 räntepunkter. För commercial paper i euro var kostnaden cirka 5 räntepunkter under Euribor i de kortare löptiderna och cirka 10-15 räntepunkter under Euribor i de längre löptiderna.

4.4 Likviditetsförvaltning

Riksgälden hanterar så väl statens lång- och medelfristiga upplåning som statens kortfristiga finansierings- och placeringsbehov. Likviditetsförvaltningen sköts med de penningmarknadsinstrument som normalt används i kassaförvaltning av stora institutioner. Det finns ingen skarp gräns mellan den längre upplåningen och likviditetsförvaltningen. Upplåningen i statsskuldväxlar används dels för långfristig finansiering, dels till att parera svängningar i kassaflödena mellan årets månader. Variationer i växelupplåningen blir således en del av likviditetsförvaltningen. Ändringar i prognosen för kassaflöden pareras i första hand genom revideringar av planen för växelupplåningen.

De instrument som därutöver används är banklån respektive banktillgodohavande (deposits), repor, löpande försäljning och uppköp av statsskuldväxlar, likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skräddarsydda löptider), trepartsrepor (repor mot en korg av säkerheter med en tredje part som hanterar säkerheterna), commercial paper och bostadsterminer (bostadsobligation med framskjuten likvid). Vi gör transaktioner i både kronor och utländska valutor.

Figur 12. LIKVIDITETSFÖRVALTNINGEN EN TYPMÅNAD (POSITIVA TAL MOTSVARAR ÖVERSKOTT)



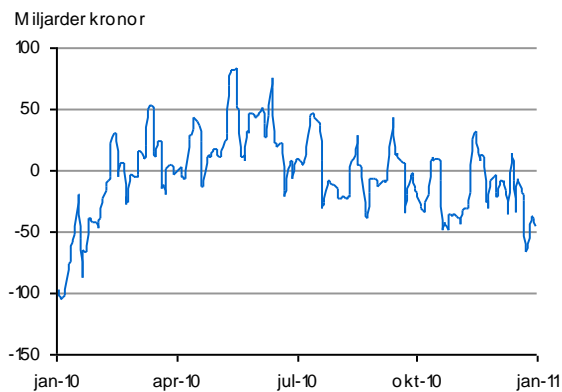
Likviditeten under en typmånad följer normalt ett mönster med överskottslikviditet ett par dagar i mitten av månaden i samband med skattebetalningar, se figur 12. (Positiva tal innebär att staten har överskott i sina betalningar). Även om avvikelserna från det mönstret snarare är regel än undantag kan detta grundmönster ändå vara värt att lägga på minnet. Under 2010 fanns samma grundmönster men dagarna med underskott var bara marginellt fler än dagarna med överskott.

Under 2008 och 2009 blev likviditetsförvaltningen mer komplex än tidigare, vilket framför allt berodde på en mer omfattande hantering av utländsk valuta. I samband med det

byggde vi upp ett större nätverk av motparter och införde nya instrument i likviditetsförvaltningen. Den nya strukturen har fungerat väl för likviditetsförvaltningen under 2010.

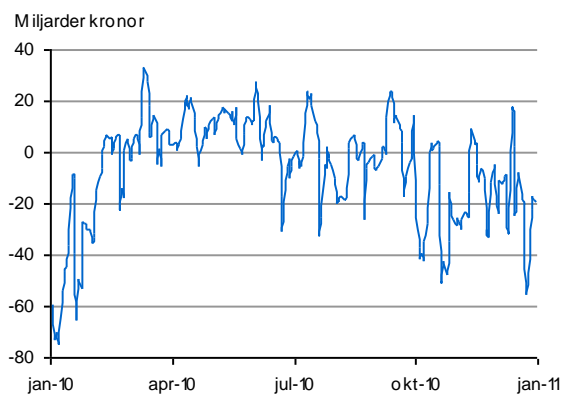
I nedanstående diagram visas det dagliga saldot av skulder och placeringar inom likviditetsförvaltningen. Detta saldo kan ses som ett mått på den dagliga kassaställningen.

Figur 13. NETTOINNEHAV I LIKVIDITETFÖRVALTNINGEN, (POSITIVA TAL BETECKNAR ÖVERSKOTT)



En del av likviditetsförvaltningen avser något längre löptider än dagslån och –placeringar. Ett snävare mått på vår kassaställning visas i figur 14. Det är den dagliga ställningen på den så kallade depositmarknaden, dvs. banklån och banktillgodohavanden.

Figur 14. NETTOPLACERING PÅ DEPOSITMARKNADEN, (POSITIVA TAL BETECKNAR ÖVERSKOTT)

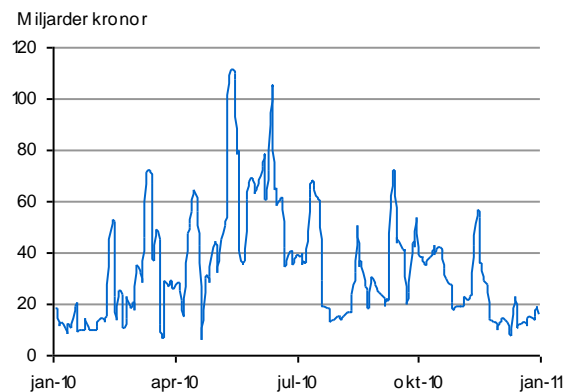


Under längre perioder än tidigare har det varit fråga om förvaltning av likviditetsöverskott. Vi har även hanterat perioder med relativt stora kassaöverskott i utländsk valuta. I början av 2009 lånades stora belopp, både i kronor och i utländsk valuta, eftersom upplåningsbehovet beräknades öka samtidigt som det fanns en risk att det skulle kunna öka väsentligt mer än vad vi prognostiserat.

På kort sikt uppstod då ett kassaöverskott som måste placeras. Överskottet placerades bland annat i repor, statsskuldväxlar och korta värdepapper i utländsk valuta. De kassamässiga överskotten från 2009 kom att bestå under 2010. De viktigaste orsakerna till likviditetsöverskottet var att statsfinanserna visade sig bli starkare än vi först räknat med. Inte heller realiserades något av de mer pessimistiska, men tänkbara, scenarierna för svensk ekonomi och finanssektor.

Periodvis var de marknadsvärdande repopolymerna större än normalt på grund av stark efterfrågan på repor i korta statsobligationer. Reporna innebär att vi får in pengar även under perioder då vi inte har lånebehov. Dessutom erhöll vi stora belopp, cirka 20 miljarder kronor, i form av säkerheter då marknadsvärdet på våra utestående swappar steg till följd av de låga räntorna.

Figur 15. RIKSGÄLDENS DAGLIGA PLACERINGAR (POSITIVA TAL BETECKNAR ÖVERSKOTT)



Förutsättningarna för placering av överskott på den svenska marknaden normaliserades i slutet av året. Det blev då på nytt möjligt att placera på dagslånemarknaden till Riksbankens reporänta. Under 2008 och 2009 ökade Riksbanken sin utlåning för att dämpa finanskrisens verkningar på bankernas finansieringsmöjligheter.

Överlikviditeten innebar att dagslåneräntan låg 10 baspunkter under Riksbankens reporänta, i nivå med den ränta till vilken Riksbanken gör så kallade finjusterande transaktioner. Det betydde att vår avkastning på placeringar på dagslånemarknaden i motsvarande mån var lägre. För att förbättra avkastningen placerade vi under den perioden överskott i korta värdepapper i kronor i den mån det var möjligt. I oktober 2010 förföll det sista av Riksbankens långa fasträtelån och kort därefter försvann skillnaden mellan dagslåneräntan och reporäntan.

Marknaden för statsskuldväxlar har inte fungerat friktionsfritt under året, se avsnittet om statsskuldväxlar under 4.1. Som ett komplement till den svenska växelmarknaden har vi

emitterat commercial paper i dollar och sedan swappat till oss svenska kronor. Efterfrågan på våra papper på de internationella marknaderna har varit god. Vi har kunnat ge ut lån till låg ränta och de volymer vi önskat. Dessutom har vi kunnat emittera vid de tidpunkter och till de löptider som passat oss bäst, vilket inneburit ökad flexibilitet i likviditetsförvaltningen.

Flöden i utländsk valuta

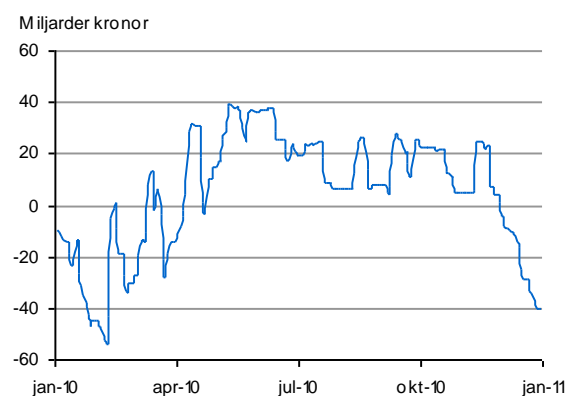
Likviditetshanteringen sköts normalt i svenska kronor. Det innebär att kortfristig behållning i utländsk valuta växlas till svenska kronor för att täcka underskott i kronor. Vid betalningar i utländsk valuta lånar Riksgälden i kronor och växlar sedan till rätt betalningsvaluta.

Vid vissa tillfällen gör vi avsteg från denna princip. Det kan vara när låne- eller placeringsbehoven är mycket stora. För att undvika ett alltför stort beroende av, och därmed exponering i, kronmarknaden lånar eller placerar vi i utländsk valuta. December är normalt en månad med stora underskott, så även 2010. I december 2010 var lånebehovet knappt 98 miljarder kronor. Vi lånade då motsvarande 40 miljarder kronor i commercial paper och valutasäkrade dessa i terminer, se avsnitt 4.3.

För att uppfylla regeringens krav på en jämnt fördelad växlingstakt använder vi såväl avista- som terminsmarknaden. Vid stora förfall i utländsk valuta köper vi valuta på termin före den slutgiltiga betalningen. Nettot av flödena fördelas på så sätt jämnt över årets månader.⁵

Riksgälden försöker i den dagliga hanteringen av växlingarna utnyttja tillfällen med god likviditet för att sänka kostnaderna. Riksgälden höll sig under det gångna året inom den av styrelsen definierade kostnadsneutrala banan.

Figur 16. NETTOINNEHAV I LIKVIDITETSFÖRVALTNINGEN I UTLÄNDSK VALUTA. (POSITIVA TAL MOTSVARAR ÖVERSKOTT)



⁵ För att uppnå en jämn fördelning av nettoväxlingarna görs varje månad en beräkning av återstående nettoväxlingar under året. Prognosen fördelas jämnt över årets återstående månader och utgör Riksgäldens riktvärde. Styrelsen har beslutat om ett avvikelsemandat om ± 500 miljoner kronor. Riktmärket inklusive avvikelsemandatet definierar en så kallad kostnadsneutral bana för nettoväxlingarna. Transaktioner inom intervallet betraktas som resultatneutrala och innebär att Riksgälden inte tar några aktiva positioner i kronväxlingar.

5 Löpande aktiv förvaltning i utländsk valuta

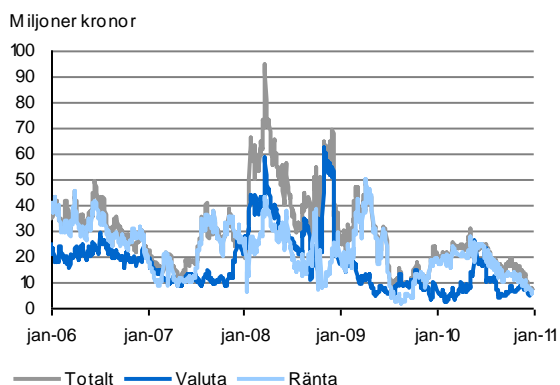
Regeringen har gett Riksgälden möjlighet att bedriva en aktiv förvaltning i utländsk valuta. Under 2010 fick enligt riktlinjerna det totala risktagandet inte överstiga 600 miljoner kronor mätt som en daglig Value-at-Risk (VaR). Riksgäldens styrelse har allokerat 220 miljoner kronor i daglig VaR till en aktiv förvaltning i utländsk valuta. Den resterande delen finns tillgänglig för strategiska positioner.

För att diversifiera förvaltningen samt för att få en uppfattning om hur effektiv den egna förvaltningen är anlitar Riksgälden ett antal externa förvaltare. Dessa bedriver förvaltning med samma mandat som Riksgälden men i betydligt mindre skala.

5.1 Resultat för den aktiva förvaltningen under 2010

Riksgäldens löpande aktiva förvaltning i utländsk valuta har gett ett positivt resultat på 157 miljoner kronor per år i genomsnitt under den senaste femårsperioden. Enligt våra riktlinjer ska utvärderingen göras i löpande femårsperioder. För 2010 gav den löpande förvaltningen ett negativt resultat på 324 miljoner kronor. Resultatet fördelade sig på -587 miljoner kronor för den egna förvaltningen och 263 miljoner kronor för den externa förvaltningen, se tabell 13.

Figur 17. RISKUTNYTTJANDE I DEN AKTIVA FÖRVALTNINGEN, VALUE AT RISK 2006–2010



Räntepositioner

I början av 2010 var Riksgälden positionerat för högre tvåårsräntor i USA och Tyskland. Den ökande oron kring utvecklingen i Grekland och övriga s k PIIGS-länder kom

sedan att leda till en tydlig nedåtpress på den tyska räntan. Riksgälden tog positioner som gav ett genomsnittligt VaR-värde på 18 miljoner kronor under 2010. Riskutnyttjandet var därmed något lägre än normalt. Detta berodde till stor del på den stora osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen i spåren av den finansiella krisen, men också på att inte mindre än tre nyckelpersoner inom den aktiva förvaltningen slutade under sommaren 2010.

Då även den amerikanska räntan sjönk en del under början av 2010 blev resultatet av Riksgäldens räntepositioner en förlust på ca 130 miljoner kronor under årets 5 första veckor.

Efter en lugnare utveckling under februari och mars kom oron kring Grekland och övriga PIIGS-länder sedan tillbaka under det andra kvartalet och Riksgälden kom återigen att åsamkas förluster på sina räntepositioner. Denna gång blev förlusten hela 260 miljoner kronor. För att minska risken för ytterligare förluster gjordes positionen nu om så att vi blev positionerade för en minskad spread mellan den tyska och den amerikanska tvåårsräntan.

Under hösten kom spreaden emellertid att öka i stället för att minska vilket fick Riksgälden att successivt minska positionen. Under december månad sjönk spreaden sedan tillbaka varvid en del av den tidigare förlusten kunde återhämtas. Förlusten på Riksgäldens räntepositioner under 2010 kom ändå att uppgå till närmare 500 miljoner kronor.

Valutapositioner

Under större delen av 2010 var Riksgälden positionerat för en appreciering av den norska kronan och en depreciering av den japanska yenen gentemot euron. Den norska kronan kom visserligen att undergå en viss appreciering, men samtidigt blev utvecklingen för yenen inte en depreciering utan en kraftig appreciering. Riksgälden var också positionerat för en starkare dollar mot euron under ett par perioder under sommaren och hösten 2010 då dollarn i stället försvagades påtagligt. Slutligen kom en mindre position för en starkare schweizerfranc mot euron att ge en viss vinst. Totalt kom Riksgäldens valutapositioner att resultera i en i detta sammanhang måttlig förlust på drygt 90 miljoner kronor, huvudsakligen till följd av missbedömningen i fråga om yen-kursens utveckling.

Resultat för externa förvaltare

För att få en måttstock på graden av måluppfyllelse i Riksgäldens egen aktiva förvaltning, sprida riskerna i förvaltningen och öka kompetensen inom kontoret anlitar Riksgälden sedan 1992 externa förvaltare. De externa förvaltare tjänar också som en viktig informationskälla för den interna förvaltningen. Under 2010 anlätades fem olika externa förvaltare: PIMCO, IPM/First Quadrant, Mellon, Amundi och Fortis (endast under januari 2010).

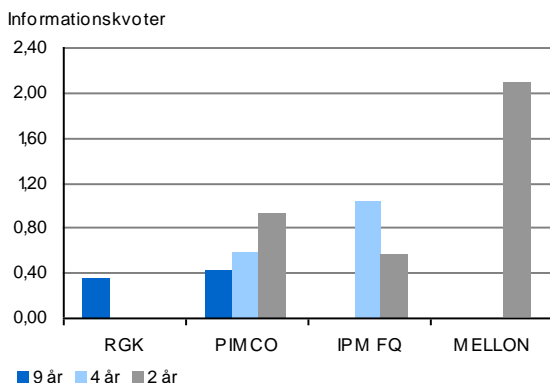
Förvaltarnas riskmandat beräknas på nominella referensportföljer som totalt motsvarar 6 eller 8 miljarder kronor per förvaltare. Det sammanlagda resultatet för de externa förvaltare var 263 miljoner kronor under 2010. Det var ett mycket bra resultat långt över snittet för de senaste tio åren. Mellon hade det särklassigt bästa resultatet med drygt 2,5 procent av förvaltad kapital. Även IPM/First Quadrant och PIMCO lyckades bra med resultat kring 0,5 procent.

Riskjusterat resultat

Den så kallade informationskvoten⁶ är ett allmänt använt mått för att redovisa ett riskjusterat resultat. Informationskvoten visar förhållandet mellan resultatet i förvaltningen och den risk man tagit för att uppnå resultatet. Ett högt värde innebär att förvaltaren tagit relativt sett liten risk i relation till det resultat som presterats.

I figur 18 visas det riskjusterade resultatet under de senaste nio åren för Riksgälden och de externa förvaltare som varit verksamma under hela eller delar av denna period.

Figur 18. RISKJUSTERAT RESULTAT FÖR DEN AKTIVA FÖRVALTNINGEN



⁶ Informationskvoten är beräknad på månadsdata. Den redovisade annualiserade informationskvoten fås genom att dividera det genomsnittliga årsresultatet uttryckt i baspunkter med månadsresultatens standardavvikelse omräknad till årsbas.

$$\frac{\sum \text{resultat i bp} / \text{antal år}}{\sigma \times \sqrt{12}}$$

5.2 Resultat och utvärdering 2006–2010

Den senaste femårsperioden gav ett positivt resultat av den löpande aktiva förvaltningen på närmare 800 miljoner kronor vilket är 157 miljoner kronor i genomsnitt per år, se tabell 13. Med den stora skillnaden i resultat under 2010 kom resultatet för Riksgäldens aktiva förvaltning att ligga långt under det resultat i procent som de externa förvaltare presterade under den senaste femårsperioden.

Sedan Riksgälden började med aktiv förvaltning 1992 har vi uppnått en kostnadsbesparing på närmare 12 miljarder kronor. Det positiva resultatet uppstod framförallt under åren 1992–1998 samt 2002–2004 och 2008–2009. Det är främst våra valutapositioner som förklarar de starka siffrorna de senaste åren, medan räntepositionerna uppvisade ett mycket positivt resultat under tidigare perioder.

Tabell 13. RESULTAT AV AKTIV FÖRVALTNING I UTLÄNDSK VALUTA 2006-2010

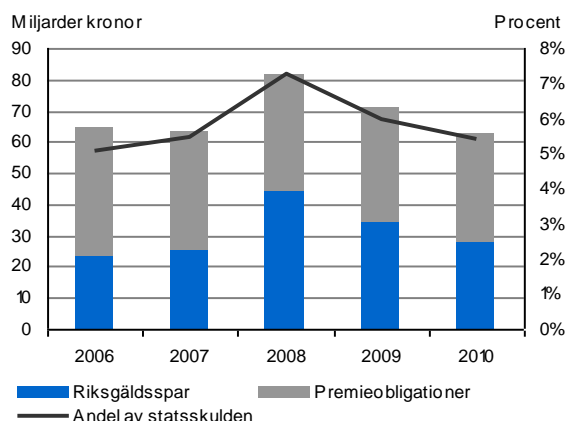
| Resultat i miljoner kronor | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Genomsnitt |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------------|
| Total förvaltning | 339 | -238 | 492 | 514 | -324 | 157 |
| Riksgälden | 348 | -203 | 305 | 424 | -587 | 57 |
| Varav: | | | | | | |
| Räntepositioner | 367 | -241 | 44 | 138 | -494 | -37 |
| Valutapositioner | -19 | 38 | 261 | 286 | -93 | 95 |
| Externa förvaltare | -9 | -35 | 187 | 90 | 263 | 99 |

| Resultat i procent av förvaltad belopp | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Genomsnitt |
|--|-------|-------|------|------|-------|------------|
| Riksgälden | 0,21 | -0,12 | 0,18 | 0,25 | -0,34 | 0,04 |
| Externa förvaltare | -0,03 | -0,11 | 0,65 | 0,32 | 0,88 | 0,34 |

6 Privatmarknadsupplåning

Upplåningen på privatmarknaden riktar sig till privatpersoner, mindre företag och organisationer. Den sista december 2010 var 62,6 miljarder kronor, eller 5,4 procent av statsskulden, upplånad på privatmarknaden.

Figur 19. PRIVATMARKNADSUPPLÅNING, TOTALT OCH SOM ANDEL AV STATSSKULDEN 2006-2010



Privatmarknadsupplåning ger kostnadsbesparing

Riksgälden säljer två produkter som är anpassade för privat sparare: premieobligationer och Riksgäldsspar.

Under 2010 minskade privatmarknadsupplåningen kostnaderna för statsskulden med 183 miljoner kronor. För femårsperioden 2006-2010 blev den samlade kostnadsbesparingen 882 miljoner kronor eller 176 miljoner kronor i genomsnitt per år.

Tabell 14. BESPARING PRIVATMARKNADSUPPLÅNING

| Miljoner kr | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------|------|------|------|------|------|
| Premieobligationer | 150 | 149 | 106 | 170 | 171 |
| Riksgäldsspar | 27 | 23 | 38 | 36 | 12 |
| Summa besparing | 177 | 171 | 144 | 206 | 183 |

Fortsatt stort intresse för premieobligationer

Det underliggande resultatet för premieobligationer har varit relativt stabilt de senaste åren. Det som framför allt har orsakat svängningar är preskription av fysiska premieobligationer (äldre obligationer som gavs ut i pappersform). I samband med preskriptionen tillförs oinlösta innehav resultatet, som därmed förbättras. Detta är den huvudsakliga förklaringen till att resultatet förbättrades med 1 miljon kronor 2010. Under 2010 förföll tre premieobligationslån medan vi bara emitterade två nya. Det

innebar att den totala volymen premieobligationer minskade med 2,6 miljarder kronor till 34,5 miljarder kronor. Under året såldes ett vår- och ett höstlån. Emissionen under hösten blev den enskilt största sedan 1986.

Låg alternativränta på banksparende var en bidragande orsak till det ökande intresset. Eftersom räntan på premieobligationer lottas ut har den enskilda kunden chans till en bra avkastning, även när den totala vinstutlottningsprocenten är låg. De senaste två åren har vi marknadsfört premieobligationer på temat "Gillar du att vinna men hatar att förlora". Marknadsföringen har väckt stor uppmärksamhet och gett oss två guldägg vid den prestigefyllda Guldäggsgalan i april. Där vann vi "Bästa film" och "Bästa integrerade reklam". Vi fick även analyspris i tävlingen "Guldnyckeln".

Låga räntor gav utflöde för Riksgäldsspar

2010 har präglats av mycket låga räntor. Efter Riksbankens sänkning av reporäntan till 0,25 % i juli 2009 har vi erbjudit 0,10 procent i ränta på konton med rörlig ränta under första halvåret 2010. Höjningarna av reporäntan gjorde att vi under andra halvåret kunde höja räntan till 1,0 procent.

De låga räntorna gjorde att volymen Riksgäldsspar minskade med 6 miljarder kronor jämfört med året innan.

Resultatet för Riksgäldsspar försämrades med 24 miljoner kronor jämfört med 2009. Efter Riksbankens sänkning av reporäntan till 0,25 procent har vi under första halvåret endast kunnat ta en marginal på 0,15 procent jämfört med normala 0,25 procent på konton med rörlig ränta. Detta gav ett intäktsbortfall på cirka 15 miljoner kronor under 2010.

För fasta konton var räntorna högre och vi kunde ta ut en normal marginal på 0,35 procentenheter under hela perioden. Men eftersom konton med rörlig ränta står för drygt 80 procent av den utestående volymen, får de rörliga räntorna stor effekt både på inlåningens omfattning och på resultatet.

Vid utgången av 2010 var inlåningen på Riksgäldsspar 28 miljarder kronor och antalet kunder 130 000 stycken.

Riksgäldens andel av sparmarknaden

Premieobligationer och Riksgäldsspar stod vid utgången av 2010 för sammanlagt 4,7 procent av den svenska räntesparmarknaden, jämfört med 5,6 procent i december 2009.

7 Marknads- och skuldvard

7.1 Vår strategi

Målet i statsskuldsvårdningen är att minimera de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk. För att uppnå detta vill vi bidra till att skapa en attraktiv marknad för statsobligationer, statsskuldväxlar och realobligationer med en bred och stabil investerarbaser.

På strategisk nivå handlar skuld- och marknadsvard främst om att sätta upp principer för den operativa verksamheten. Principerna avser bland annat Riksgäldens upplåningsstrategi som är att koncentrera skulden till ett begränsat antal löptider och att upprätthålla effektiva försäljningskanaler.

I enlighet med principen om öppen, förutsägbar och långsiktig kommunikation publicerar vi rapporten Statsupplåning – prognos och analys tre gånger per år. I den beskriver vi samverkan mellan våra prognoser över lånebehovet, de riktlinjer som regeringen har fastställt och upplåningens fördelning på olika instrument. Syftet är att underlätta för marknadens aktörer att följa och bilda sig en uppfattning om statsskuldspolitiken.

Investerarrelationerna ska präglas av öppenhet, transparens och förutsägbarhet. Riksgälden följer en långsiktig plan och arbetar kontinuerligt med svenska och internationella motparter. Resor till utländska investerare i Sydamerika, USA, Europa, Nordafrika och Mellanöstern genomfördes under 2010.

En mer detaljerad beskrivning av ovanstående principer finns i vår Finans- och riskpolicy.

7.2 Marknadsåtagande

Riksgälden har ett antal marknadsvardande åtaganden gentemot sina återförsäljare för att underhålla likviditeten i statspapper. Syftet är att minska osäkerheten vid bristsituationer, eliminera risker vid transaktionsproblem samt att kompensera för den svenska marknadens relativa litenhet. Dessa åtaganden gäller vid förfrågan oavsett hur vår eget kassamässiga finansierings behov ser ut.

Dessa marknadstagnanden innebär:

- Tillgång till en obegränsad repofacilitet för våra återförsäljare vad gäller nominella och reala statsobligationer. Begränsad repofacilitet vad gäller statsskuldväxlar.

- Byten mellan realobligationer till fast prissättning.
- För nyintroducerade nominella statsobligationer erbjuds särskilda villkor för att främja likviditeten till dess att den utestående volymen är tillräckligt stor för att ge likviditet.
- Likviditetsneutrala veckovisa reposwappar i samtliga instrument till fast prissättning till en begränsad volym.

Under 2010 gjorde vi reposwappar för motsvarande 4 miljarder kronor per dag. Under 2009 var motsvarande siffra 1,62 miljarder kronor per bankdag. Löpande byten i realobligationer uppgick till 2,3 miljarder kronor 2010 vilket kan jämföras med 3,5 miljarder kronor 2009.

De marknadsvardande reporna är överlägset det mest nyttjade marknadsåtagandet. En marknadsvardande repa innebär att en återförsäljare kan köpa ett statspapper av oss med avtal om att sälja tillbaka det en dag senare. Under 2010 gjorde vi marknadsvardande repor i statsobligationer för i genomsnitt 24 miljarder kronor per bankdag. 2009 var denna siffra 18 miljarder kronor.

De marknadsvardande reporna erbjuds mot en fastställd ränta i förhållande till Riksbankens reporänta. Eftersom vi vill att repomarknaden i största möjliga utsträckning ska hanteras av marknadsaktörerna själva är denna ränta lägre än Riksbankens reporänta. Marknadsvardande repor görs idag på en nivå 40 punkter under reporäntan.

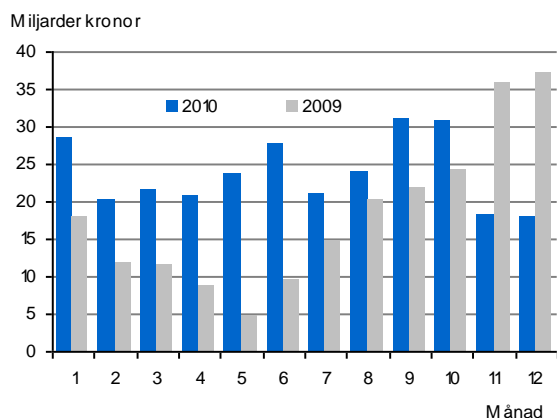
Under perioder med stora portföljflyttningar uppstår lätt bristsituationer vilket gör det svårt för aktörer att hitta det efterfrågade instrumentet på marknaden. Sådana bristsituationer förvärras om investerare inte repar ut sitt innehav. Om ett papper till exempel säljs av en aktör som deltar i repomarknaden men köps av investerare som inte deltar försvinner pappret från den likvida delen av marknaden. Riksgäldens marknadsvardande repor upprätthåller en fungerande repomarknad och erbjuder en sista utväg för investerare som efterfrågar instrumenten. Detta begränsar risken för investerare att handla med statspapper, vilket är signifikant för en likvid marknad.

Det finns samtidigt vissa avigsidor med alltför stora repopolymor. Om de marknadsvardande reporna resulterar i att vi får långvariga överskott påverkar det så småningom våra möjligheter att ge ut statsobligationer. På sikt kan vi bara ge ut obligationer för att täcka budgetunderskott och/eller förfall. Genom repoåtagandet riskerar vi en störning i marknadspriset till följd av vårt eget agerande. Marknadspriset är en viktig signal vad gäller förändringar i

utbud och efterfrågan och fungerar på så sätt som ett incitament till förändringar i vår egen strategi. I den mån våra repor minskar genomslaget på marknaden finns det risk för att nödvändiga anpassningar fördröjs.

Efterfrågan på repor varierar mycket under året, framförallt till följd av läget på de finansiella marknaderna men även på grund av rena säsongsvariationer. Efterfrågan på statspapper och andra typer av säkra placeringar ökar normalt vid årsskiftet.

Figur 20. MARKNADSVÅRDANDE REPOR I STATSOBLIGATIONER, GENOMSNITTLIG DAGSVOLYM



Den dagliga repovolymen i övrigt är i dagsläget relativt låg vilket indikerar att obligationsmarknaden nu har blivit mer likvid än under inledningen av den finansiella oron. Därutöver har utbudet av statspapper på repomarknaden ökat vilket bland annat kan bero på dyrare upplåningskostnader för banker och företag i löptider upp till en vecka. I dagsläget bedömer vi det inte som nödvändigt att genomföra några större förändringar av vårt marknadsåtagande. På längre sikt behöver vi däremot se över villkoren. Det gäller framförallt växelmarknaden där repovolymen fortsatt är begränsad.

Vår sammantagna bedömning är att repoåtagandet har fortsatta positiva effekter på marknadens stabilitet. För vår del är det viktigt att marknaden fungerar bra även i orostider. Det sänker våra lånekostnader och bidrar till att vi kan upprätthålla en god, långsiktig relation med vår investerarbas.

Slutligen bör det understrykas att repomarknaden i Sverige är en mycket viktig orsak till att vår räntemarknad har fungerat så pass väl i ett internationellt perspektiv. Det är få marknader som haft en sådan kontinuitet som den svenska. Även om likviditeten stundtals varit bristfällig har varken marknaden för statsobligationer eller bostadsobligationer varit stängda. Detta är mer eller mindre unikt för Sverige.

Den väl fungerande repomarknaden är ett resultat av många faktorer: inte minst har våra återförsäljare sedan många år tillbaka bidragit till infrastrukturen. Riksgäldens marknadsåtagande är också en viktig förklaring.

7.3 Investerarnas uppfattning om Riksgälden

På Riksgäldens uppdrag genomförde TNS Sifo Prospera 2010 den sjunde utvärderingen av Riksgäldens upplåningsverksamhet. I undersökningen som gjordes under perioden 17 november 2010 - 5 januari 2011 intervjuades 51 svenska och utländska investerare, 7 återförsäljare samt 11 andra prisställare av svenska statsobligationer. Svarsfrekvensen var 94 procent vilket anses som mycket hög.

Riksgälden har sedan start 2004 fått höga betyg och så även 2010, dock något lägre jämfört med förra årets undersökning. Hänsyn bör tas till att undersökningen för 2008 - 2009 skedde under exceptionella omständigheter i marknaden där Riksgälden deltog aktivt i likviditetsstödande åtgärder.

Förtroendet för Riksgäldens skuldförvaltning är fortsatt mycket stort i årets undersökning. I en internationell jämförelse får Riksgälden betyget utmärkt. Svenska aktörer ger Riksgälden ett högt betyg för sitt agerande jämfört med svenska bostadsinstitut.

Svagheter ligger i kontakten med de svenska investerarna.

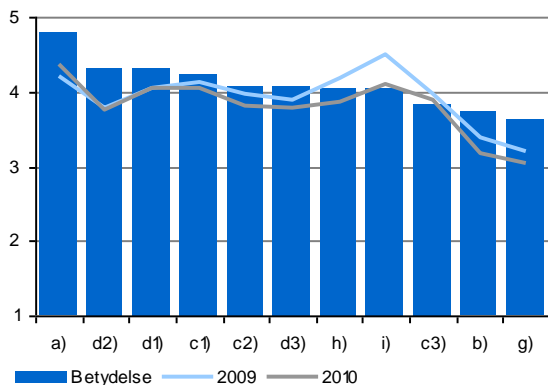
Nedan följer en sammanfattning av undersökningens resultat.

- Riksgälden har ett högt förtroende vad gäller att prognostisera statens lånebehov och finansiering och fick betyget utmärkt av hela urvalet. Detta är också den faktor som bedöms ha störst betydelse för hela urvalet.
- Riksgäldens information om lånebehov, finansiering, emissionsvolym och villkor anses fortsatt vara utmärkt.
- Riksgälden värderas högt i en internationell jämförelse och mot svenska bostadsinstitut vad gäller professionalism.
- Försäljningen av statspapper fungerade mycket väl och får högre betyg än föregående år från de svenska återförsäljarna. Försäljningsformer och information fick betyget utmärkt av i stort sett alla aktörer.
- Återförsäljarna är mindre nöjda med våra marknadsåtagande åtgärder jämfört med föregående år. Missnöjet tycks främst ligga i prissättningen av de byten som vi erbjuder i realobligationer.
- Introduktionen av den nya realobligationen får i genomsnitt ett bra betyg från återförsäljarna. Sonderingen av marknaden inför emissionen underkändes dock av de

svenska investerarna. Flera av dem anser att vi framförallt vänt oss till återförsäljarna.

- Svenska investerare tycker inte att Riksgälden är tillräckligt lyhörd för marknadens önskemål och efterfrågar en närmare kontakt.
- Likviditeten och prissättningen i andrahandsmarknaden upplevs överlag ha förbättrats jämfört med föregående år. Marknaden för nominella statsobligationer anses fungera väl. Andrahandsmarknaden för realobligationer och statsskuldväxlar får emellertid fortsatt lågt betyg. För att förbättra likviditeten i realobligationer började Riksgälden 2010 att introducera fler löptider.
- Riksgäldens hemsida är sammantaget den vanligaste informationskällan om statens lånebehov och finansiering. Det kan dock bli ännu lättare att hitta på den.

Figur 21 VÄRDERING AV RIKSGÄLDEN SVENSKA INVESTERARE 2010

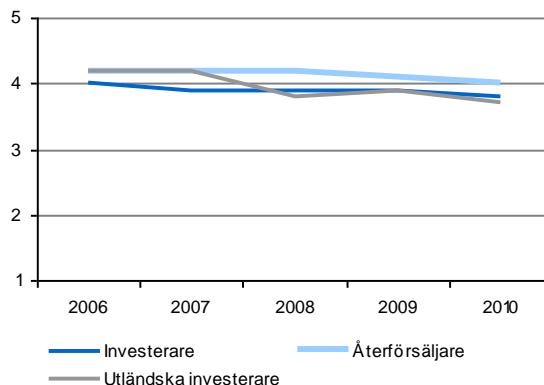


Förklaring: Betygsskalan är från 1 till 5. Värden över 4 tolkas som utmärkt respektive mycket betydelsefull och värden under 3 som underkänt respektive oviktigt.

Färre investerare än under förra perioden deltog i primärmarknaden. Lägre emissionsvolym kan vara en förklaring till detta. Kritiken om bristande lyhördhet för marknadens önskemål kan likaså vara en följd av att vi inte behövde låna lika mycket under 2010 som tidigare och därför inte kunde tillmötesgå en ökad efterfrågan i statspapper.

Resultatet stämmer väl överens med det intryck Riksgälden har av hur marknaden och vår verksamhet fungerar. Sammantaget är helhetsintrycket av vår upplåningsverksamhet något lägre än tidigare år men fortsatt mycket högt.

Figur 22 VIKTAT PROFILVÄRDE FÖR RIKSGÄLDEN



Förklaring: Viktat profilvärde är summan av alla betyg i undersökningen vägt med den betydelse som de tillfrågade har angivit för respektive fråga. Betygsskalan är 1 till 5. Värden över 4 tolkas som utmärkt och värden under 3 som underkänt.

Områden som täcks av undersökningen

Kommunikation och information

- Tydlig information om lånebehov/finansiering
- Bra kontakter med investerare och återförsäljare

Upplåning: Bra försäljningsformer för:

- Nominella obligationer
- Realobligationer
- Statsskuldväxlar

Bra information om volymer och andra villkor

- Nominella obligationer
- Realobligationer
- Statsskuldväxlar

Tydligt/konsekvent agerande vid neddragning av auktionsvolym

- Nominella obligationer
- Realobligationer
- Statsskuldväxlar

Professionellt agerande

- Internationell jämförelse
- Jämförelse med svenska bostadsinstitut

8 Måluppfyllelse & resultat

Att exakt utvärdera om målet att låna till lägsta möjliga långsiktiga kostnad utan att ta för stora risker uppnåddes är inte möjligt. De beslut som är viktigast för kostnader och risk fattas av regeringen i riktlinjerna för statsskuldsförvaltningen. Det finns inga entydiga måttstockar för att utvärdera riktlinjebesluten. I stället handlar utvärderingen om att ta ställning till om besluten sammantaget framstår som rimliga och väl avvägda med hänsyn till målet och den information som fanns när besluten fattades. Styrsystemet för statsskuldsförvaltningen bygger på att regeringen vartannat år rapporterar till riksdagen som gör en sådan bedömning.

Riksgäldens förslag till riktlinjer utgår från vår bedömning av hur skulden bör hanteras för att nå målet. Sedan systemet med årliga riktlinjer infördes 1998 har regeringen i allt väsentligt följt våra förslag. Riksdagen har hittills funnit att regeringens riktlinjer varit förenliga med målet. Eftersom det är riksdagen som satt upp och tolkar målet, talar detta för att Riksgäldens arbete med riktlinjeförslagen givit ett viktigt bidrag till att uppnå det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen.

I takt med att statsfinanserna stärkts och lånebehovet minskat har vi dragit ned den planerade upplåningen. För att säkerställa upplåning till låga kostnader på lång sikt är det viktigt att upprätthålla infrastruktur och likviditet i statsobligationsmarknaden. Därför har vi prioriterat upplåning i statsobligationer och minskat annan upplåning i första hand.

Riksgälden bedömer att vi uppnådde målen för statsskuldsförvaltningen i regleringsbrev och riktlinjebeslut. Vi vill särskilt peka på följande:

- Andelen skuld i utländsk valuta har varierat mellan 13 och 15 procent under 2010 vilket är inom det fastslagna intervallet. Orsaken till att andelen legat i den nedre delen av intervallet är den kraftiga förstärkningen av kronan under året.
- Andelen real skuld uppgick till 26 procent i genomsnitt under året. Realskulden beräknas minska när den kortaste realobligationen förfaller i början av 2012. Andelen ligger därmed i linje med det långsiktiga målet som regeringen fastställt.

- Räntebindningstiden för den nominella kronskulden var i genomsnitt 3,2 år under 2010 för löptider upp till 12 år. Räntebindningstiden motsvarade därmed löptidsmålet i riktlinjerna.
- Den aktiva förvaltningen har varit framgångsrik. Den strategiska positionen för starkare krona värderades till 7,8 miljarder kronor vid utgången av 2010 inklusive den del som realiserats under året. Sett över utvärderingsperioden 2006 - 2010 har resultatet av den löpande aktiva förvaltningen i genomsnitt varit 157 miljoner kronor per år exklusive strategiska positioner.
- Kostnadsbesparingen av upplåning på privatmarknaden har varit 176 miljoner kronor per år i genomsnitt under 2006-2010. För 2010 gav upplåningen på privatmarknaden ett överskott på 183 miljoner kronor.

Till dessa mätbara resultat ska läggas att vi genom en genomtänkt skuld- och marknadsvård bidrog till en väl fungerande statspappersmarknad. Den bedömningen stöds av resultatet i årets enkätundersökning. En bra statspappersmarknad medför lägre lånekostnader för staten och minskade risker genom att väl fungerande marknader finns att tillgå om statens behov av att låna oväntat skulle öka.



Besöksadress: Norrlandsgatan 15 • Postadress: SE-103 74 Stockholm • Telefon: 08 613 45 00

Fax: 08 21 21 63 • E-post: riksgalden@riksgalden.se • Internet: www.riksgalden.se